

332.6
WAR
t
e1

**TRANSFER INFORMASI HARGA SAHAM - SAHAM YANG LISTING
DI JAKARTA STOCK EXCHANGE DAN NEW YORK STOCK EXCHANGE**

TESIS

***Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen***



Diajukan oleh :

Nama : Heni Setia Wardani, SE.
NIM : C 4 A 098166

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2000**

Tesis berjudul

**TRANSFER INFORMASI HARGA SAHAM-SAHAM YANG LISTING DI
JAKARTA STOCK EXCHANGE DAN NEW YORK STOCK EXCHANGE**

yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Heni Setia Wardani

*telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 8 Desember 2000
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima*

Pembimbing Utama/Ketua



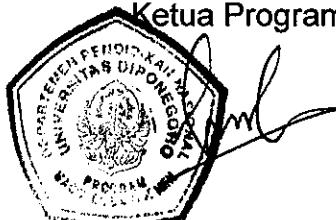
Drs. Sugeng Wahyudi MM

Pembimbing/Anggota



Drs. Waridin MS, Ph.D

Semarang, 8 Desember 2000
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Professor Suyudi Mangunwihardjo

Today

Hari kemarin adalah **pengalaman**
hari esok adalah sebuah **tantangan**
hari ini adalah suatu **kenyataan** yang
harus diisi dengan penuh **harapan**
kegembiraan dan **keberanian**

*Tesis ini kupersembahkan
kepada kedua orang tuaku
sebagai hadiah Lebaran*

1 Syawal 1421 H

ABTRAKSI

Transfer informasi harga saham antar bursa yang memperdagangkan saham *dual listing* akan memberikan informasi bagi pemodal dalam menilai prospek emiten karena informasi adalah sinyal bagi pemodal dalam mengambil keputusan investasi. Transfer informasi harga saham akan berjalan lancar apabila tidak ada hambatan dalam pendistribusian informasi sehingga penyebaran informasi cepat. Distribusi informasi di sini adalah jika setiap pemodal mendapatkan set informasi yang sama. Tetapi pada kenyataannya, ada pemodal yang tidak mendapatkan informasi yang sama dengan pemodal lain, sehingga timbul informasi yang tidak simetris, yaitu hanya beberapa pemodal saja yang mendapatkan informasi tersebut. Akibatnya, pemodal yang mendapatkan informasi ini dapat menikmati return yang tidak normal.

Penelitian ini menggunakan saham yang *listing* pada bursa emerging dan developed, sebab sekarang ini pemodal cenderung mengalihkan strategi investasi mereka ke bursa emerging melalui negara berkembang. Bursa emerging pada penelitian di sini adalah Jakarta Stock Exchange dan bursa developed adalah New York Stock Exchange.

Permasalahan pokok dalam penelitian ini adalah apakah transfer informasi harga saham berjalan satu arah (dari *developed market* ke *emerging market*) atau dalam dua arah? dan bagaimana respon pergerakan transfer informasi harga saham dari satu bursa ke bursa yang lain?

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui arah pergerakan transfer informasi harga saham dan mendeteksi respon pergerakan transfer informasi harga saham dari New York Stock Exchange ke Jakarta Stock Exchange dan atau sebaliknya dari Jakarta Stock Exchange ke New York Stock Exchange.

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *sensus*, karena semua anggota populasinya menjadi obyek penelitian. Populasi dalam penelitian ini adalah semua emiten yang melakukan listing di New York Stock Exchange dan Jakarta Stock Exchange. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data harian harga saham, kurs, IHSG, dan Index Dow Jones yang diperoleh dari Harian Bisnis Indonesia selama tahun 1999. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linear sederhana untuk mengetahui arah dan respon pergerakan transfer informasi harga saham.

Berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa transfer informasi harga saham berjalan dua arah yaitu dari Jakarta Stock Exchange ke New York Stock Exchange begitu pula dari New York Stock Exchange ke Jakarta Stock Exchange dan dampak lebih kuat bergerak dari Jakarta Stock Exchange ke New York Stock Exchange.

Untuk penelitian yang akan datang hendaknya menggunakan data dengan jangka waktu yang lebih panjang sehingga keakuratan pengujian

dapat ditingkatkan dan sebaiknya tidak menggunakan *Ordinary Least Square (OLS)* tetapi *Autoregression Moving Average/ARIMA model*.

ABSTRACT

The stock price's information transfer between the stock exchanges which trading in dual listing stocks will present information for the investors to evaluate the issuers' prospect, because the information is a signal for the investors to make decision. When there is no obstacles against the information distribution, the stock price's information transfer will work appropriately so that the information dissemination runs quickly. The distribution information here means that every investor receives the same information set. In fact, however, there were investors receiving information other than the others', so that the asymmetrical information generated, it was only some investors obtaining the suitable information. Consequently, the investors receiving this information could enjoy the abnormal returns.

This research utilized the listing stocks at the emerging and developed stock exchanges, because at present the investors tended to move their investment strategy through the under-developed countries. In this research, the emerging stock exchange was Jakarta Stock Exchange while the developed stock exchange was New York Stock Exchange.

The main problem within this research was: did the stock price's information transfer run from the developed market to the emerging market, one-way traffic or two-way traffic? and what was the movement response of the stock price's information transfer from one stock exchange to the other ones?

This research intended to understand the movement direction of the stock price's information transfer and to detect the movement response of the stock price's information transfer from New York Stock Exchange to Jakarta Stock Exchange and/or on the country from Jakarta Stock Exchange to New York Stock Exchange.

In reach of this study, census was applied as the research method because all population members became the research objects. The relevant population comprised all issuers performing the listing at New York Stock Exchange and Jakarta Stock Exchange. The secondary data involving daily data of the stock price, exchange rates, Jakarta Composite Index, and Dow Jones Industrial Index stemmed from Bisnis Indonesia Daily News during 1999 was used within this research. The analysis tool used in this study was ordinary linear regression to know the movement direction and response of stock price's information transfer.

Based on this research it was found that the stock price's information transfer running to two directions, from New York Stock Exchange to Jakarta Stock Exchange even so from Jakarta Stock Exchange to New York Stock Exchange and the stronger impact moved from Jakarta Stock Exchange to New York Stock Exchange.

For the future research it was preferable employing field data that collected for a longer period of time so that the test accuracy could be

UPT-PUSTAKA-UNDIP

enhanced. It was preferable abandoning the Ordinary Least Square (OLS) model otherwise utilizing the Autoregression Moving Average or ARIMA one.

KATA PENGANTAR

Dengan segala kerendahan hati, penulis panjatkan puji syukur ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa atas kasih karunia yang telah dilimpahkan-Nya sehingga memungkinkan terselesaikannya penulisan tesis ini.

Penulis menyadari bahwa tesis ini dapat selesai bukan semata-mata oleh kemampuan penulis saja, melainkan adanya bimbingan serta bantuan dari berbagai pihak penulis tidak mungkin melunasi hutang budi penulis kepada mereka semua. Hanya lah perasaan syukur dan terima kasih yang tak terhingga yang sekarang mampu penulis persembahkan kepada mereka semua.

Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada berbagai pihak yang telah membantu, mendorong dan membimbing penulis sehingga terselesaikannya tesis ini.

Terima kasih ini penulis tujukan kepada :

1. Bapak dan Ibu yang telah memberikan andil yang besar, baik dalam doa, nasehat, maupun dorongan kepada penulis baik selama perkuliahan maupun selama penulisan tesis ini.
2. Bapak Drs. Sugeng Wahyudi, MM, selaku dosen pembimbing I yang telah merelakan tenaga, waktu dan pikiran untuk memberikan saran, ide dan kritik dalam penulisan tesis ini.
3. Bapak Drs. Waridin, MS. Ph.D., selaku dosen pembimbing II yang dengan segala kesabaran dan keramahannya membantu penulis

apabila penulis menemui kesulitan dan memberikan jalan keluar yang mudah dipahami.

4. Seluruh staf pengajar MM-UNDIP yang telah membekali penulis dengan pengetahuan akademis, staf tata usaha MM-UNDIP yang telah membantu dalam segala urusan administrasi dan staf perpustakaan MM-UNDIP yang telah banyak membantu di dalam menyediakan buku-buku sebagai penunjang studi penulis di MM- UNDIP.
5. Mbak Erwin yang telah banyak memberikan hiburan dan dorongan pada penulis, begitu pula dengan dik Dodie yang bersedia menjadi pengantar jemput penulis selama penyusunan tesis ini.
6. Wawan yang begitu sabar dan penuh perhatian kepada penulis.
7. Kakak dan sahabatku, Mbak Depi dan Mbak Dian yang telah membantu dan mendorong penulis untuk menyelesaikan penulisan tesis ini.
8. Roby yang telah memberikan ide tentang *dual listing* dan masukan-masukannya yang sangat berharga dalam penulisan tesis ini, begitu pula dengan Jimy dan Rien yang telah membantu dalam pengumpulan data.
9. Teman-teman sebimbingan dan seperjuangan, Otik, Maya, Arief, Damak dan Pak Tito yang telah memberikan penghiburan bagi penulis dengan banyolan-banyolannya.
10. Ibu kostku yang penuh pengertian, Ibu Marwoto, dan pembantu setianya, Yuli dan Tini, yang selalu menemani penulis bila bimbingan di malam hari. Terima kasih atas kebersamaan yang telah kita ciptakan bersama.

11. Teman kecilku Djing-djing dan Lanny yang selalu memberikan hiburan dikala penulis sedang kesulitan.

12. Terima kasih juga kepada semua teman-temanku yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Kiranya Tuhan melimpahkan kasih dan karunianya kepada semua pihak yang telah membantu penulis dan semoga penulisan tesis ini dapat bermanfaat bagi mereka yang memerlukannya dan berminat terhadap masalah yang penulis bahas meskipun penulis mengakui dan menyadari sepenuhnya bahwa penulisan tesis ini masih jauh dari sempurna.

Semarang, Awal Desember 2000

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
HALAMAN MOTTO	iii
HALAM PERSEMBAHAN	iv
ABSTRAKSI	v
ABSTRACT	vii
KATA PENGANTAR	ix
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
BAB I. PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Perumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian	9
1.4. Kegunaan Penelitian	10
BAB II. TELAHAH PUSTAKA DAN PENELITIAN TERDAHULU	
2.1. Telaah Pustaka	11
2.1.1. Transfer Informasi Harga Saham	11
2.1.2. Hubungan antara Return dan Saham	16
2.1.3. Informasi	17
2.1.4. Harga Saham	19
2.1.5. Hubungan Antara Harga dan Informasi	20
2.1.6. Nilai Tukar Mata Uang	21
2.1.7. Jakarta Stock Exchange Composite Stock Price Index (JSX CSPI)	22
2.1.8. Index Dow Jones Industrial Average (DJIA)	24
2.1.9. American Depositary Shares (ADS)	25
2.2. Penelitian Terdahulu	26
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis	28
2.4. Hipotesis	30

BAB III. METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data	32
3.2. Populasi	33
3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	33
3.4. Metode Pengumpulan Data	34
3.5. Teknik Analisa	35

BAB IV. GAMBARAN OBYEK PENELITIAN

4.1. PT. Indonesian Satellite Corporation, Tbk. (INDOSAT)	41
4.2. PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk. (TELKOM)	43

BAB V. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

5.2. Asumsi Model Klasik	46
5.2.1. Diagnosis Heteroskedastisitas	48
5.2.2. Diagnosis Autokorelasi	50
5.3. Analisis Koefisien Determinasi Regresi Sederhana	52
5.4. Analisis Regresi Parsial	55
5.5. Implikasi Hasil Penelitian	65

BAB VI. KESIMPULAN DAN SARAN

6.1. Kesimpulan	67
6.2. Saran	69

DAFTAR PUSTAKA	70
-----------------------------	----

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1.1. Perbandingan Harga ISAT dan TLKM di JSX dan NYSE Selama Bulan Desember 1999	6
1.2. Perusahaan-perusahaan Indonesia yang Listing di Bursa Asing	7
3.1. Hasil Market Model untuk NYSE dan JSX	40
5.1. Hasil Uji Box Ljung	50
5.2. Hasil Pengujian Autokorelasi	52
5.3. Koefisien Determinasi Regresi Sederhana	53
5.4. Respon Akibat Perubahan Intraday Return pada Suatu Bursa dengan Overnight Return pada Bursa Lain	55
5.5. Hambatan Akibat Perubahan Intraday Return pada Suatu Bursa Terhadap Intraday Return pada Bursa Lain	59

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1. Kerangka Pemikiran Teoritis	29
2. Urutan Kronologis Peristiwa di NYSE dan JSX	36

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran

1. Regresi Linear Sederhana
2. Uji Box Ljung

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Dalam era globalisasi dimana batasan-batasan ekonomi antar negara telah semakin kabur, aktivitas ekonomi tidak hanya terbatas pada lingkungan domestik, tetapi telah bersifat lintas negara. Pemodal akan memanfaatkan kondisi tersebut sebagai peluang untuk meraih laba, dengan memanfaatkan perbedaan kondisi antar negara, seperti kebijakan fiskal, moneter dan valuta asing, kekayaan alam, struktur industri, siklus bisnis, selera pelanggan dan lain-lain (Sri Yulianti dan Handoyo Prasetyo, 1998).

Dalam kondisi seperti ini diversifikasi internasional menjadi alternatif untuk memperoleh portofolio yang lebih baik guna mengurangi resiko. Menurut Suad Husnan (1998), diversifikasi internasional memberikan manfaat dalam hal memberikan perluasan kesempatan melakukan diversifikasi. Perluasan diversifikasi akan memungkinkan penurunan resiko, dan diversifikasi ke berbagai perusahaan pada berbagai industri akan lebih baik daripada diversifikasi ke berbagai perusahaan tetapi dalam industri yang sama. Begitu pula, diversifikasi ke berbagai pasar (negara) pada industri yang berbeda akan lebih baik dari pada diversifikasi pada berbagai industri tetapi dalam pasar (negara) yang sama. Akibatnya, muncullah bursa-bursa penting internasional seperti New York Stock Exchange

(NYSE), London Stock Exchange (LSE), Tokyo Stock Exchange (TSE) dan lain-lain, sebagai pilihan dalam diversifikasi internasional.

Adanya bursa-bursa penting internasional, beberapa perusahaan dengan jumlah yang terus bertambah telah mencatatkan (*listing*) saham-saham mereka pada bursa asing, dimana saham yang dicatatkan pada dua bursa (*dual listing*) akan melibatkan perusahaan yang *listing* di bursa utama negara asal mereka dan bursa asing. Menurut Setyanto P. Santosa (1996) pertimbangan perusahaan melakukan *listing* di bursa asing pada umumnya didasarkan pada besarnya jumlah dana yang akan dihimpun. Bila jumlah dana yang dibutuhkan dapat diperoleh di bursa domestik maka penawaran perdana atas saham atau IPO (*Initial Public Offering*) cukup dilakukan di dalam negeri, tetapi bila jumlahnya melebihi kapasitas yang ada, maka bursa asing menjadi pilihan. Selain itu, penggunaan danapun mempengaruhi *listing* di bursa asing, bila sebagian dana diperlukan dalam bentuk mata uang asing tertentu maka *listing* di bursa asing merupakan langkah yang tepat. Disamping itu, perusahaanpun juga mengharapkan meningkatnya likuiditas dan harga sahamnya. Likuiditas menurut Sharpe (1999) adalah kemampuan pemodal untuk mengubah saham menjadi uang tunai dengan harga yang sama dengan harga perdagangan sebelumnya, dengan asumsi tidak adanya informasi baru yang masuk setelah perdagangan berakhir.

Informasi sangat dibutuhkan oleh para pemodal dalam mengambil keputusan investasi, apakah akan membeli, menjual atau menunda. Informasi adalah sinyal bagi pemodal dalam menilai prospek perusahaan

yang bersangkutan. Beaver (1986) menyatakan bahwa tersedianya informasi yang benar dapat dipercaya, lengkap dan tepat waktu akan memungkinkan pemodal untuk melakukan pengambilan keputusan investasi secara rasional, sehingga yang diperoleh sesuai dengan harapan yang diinginkan oleh para pemodal. Informasi akan mempengaruhi harga saham di suatu bursa dan harga saham di bursa lain bila saham tersebut *dual listing*. Foster dan Viswanathan (1993) mengatakan, bahwa saham yang *listing* lebih pada satu bursa, harga saham di bursa satu akan setara dengan bursa lainnya. Pendapat tersebut diperkuat pula oleh Bae, et. al., (1999) yang menyatakan bahwa saham yang *listing* lebih pada satu bursa, harga sahamnya akan bergerak dalam koordinasi harga pada bursa yang lain. Dalam kondisi seperti ini transfer informasi harga akan terjadi.

Transfer informasi harga terjadi karena pemodal membutuhkan informasi harga dari bursa lain, yang memperdagangkan saham yang sama. Seperti harga penutupan saham TLKM di bursa NYSE akan menjadi informasi bagi pemodal Indonesia memperkirakan saham TLKM di JSX, yang tentunya pemodal juga memperhatikan harga penutupan TLKM di JSX. Terlihat pada Tabel 1.1. bahwa perbandingan harga saham TLKM dan ISAT yang di jual di JSX dan NYSE selisih harga tidak begitu besar. Hal ini disebabkan karena saham yang *listing* lebih pada satu bursa, harga sahamnya akan bergerak dalam koordinasi harga pada bursa yang lain.

Dipilihnya transfer informasi harga dalam penelitian ini, karena penelitian-penelitian terdahulu tentang *listing* internasional cenderung memfokuskan pada motif-motif untuk *listing* di luar negeri (Saudagaran,

1988 ; dan Biddle dan Saudagaran, 1989) atau pergerakan harga saham pada saat hari pertama perdagangan perusahaan di bursa asing (Howe dan Kelm, 1987; Alexander, 1988; dan Lee, 1991), atau hubungan spread jual beli dan hubungan return volatility saham *dual listing* (Shum, 1994; Cheung dan Shum, 1995; dan Cheung et. al., 1995), yang secara relatif sedikit disinggung adalah transfer informasi harga antar bursa internasional dan domestik melalui saham yang *listing* secara internasional. Penelitian transfer informasi harga saham ini pernah dilakukan oleh Lau dan Diltz (1994) dan Bae, et. al., (1999) dengan menggunakan saham yang *listing* di Tokyo dan New York, dan Hong kong dan London.

Pada penelitian ini digunakan saham yang *listing* pada bursa emerging dan developed sebab berdasarkan penelitian yang dilakukan Errunza (1994), sekarang ini pemodal cenderung mengalihkan strategi investasi mereka ke bursa emerging melalui negara berkembang, karena diversifikasi di bursa emerging lebih menguntungkan di dalam meningkatkan return dan mengurangi resiko.

Menurut International Finance Corporation (IFC) (sebagaimana disebutkan oleh Eduardus Tandililin, 1997), semua pasar modal di negara-negara sedang berkembang dianggap sebagai *emerging stock market*, dimana kebanyakan dari masyarakat atau investor yang berpendapatan menengah ke bawah di golongan ekonomi yang sedang berkembang. Bursa saham Indonesia - bersama-sama dengan bursa negara-negara lain di Asia Pasifik selain Jepang, New Zealand dan Australia – digolongkan sebagai *emerging stock market* untuk wilayah Asia Pasifik. Meskipun pasar-

pasar modal tersebut sama-sama digolongkan sebagai *emerging market*, mereka mempunyai karakteristik yang berbeda, misalnya di dalam kebijakan-kebijakan ekonomi dan keuangan dari pemerintahan negara bersangkutan dan juga di dalam latar belakang budayanya. Dengan demikian Jakarta Stock Exchange adalah bursa emerging (*emerging stock market*) sedangkan New York Stock Exchange adalah bursa developed (*developed stock market*) yang merupakan bursa terbesar, likuid dan terpandang di dunia.

Perusahaan-perusahaan Indonesia yang telah *listing* dan masih aktif di perdagangan di bursa asing adalah PT. Indonesian Satellite Corporation Tbk., PT. Tambang Timah Tbk., PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk., dan PT. Aneka Tambang Tbk., seperti yang tercantum pada Tabel 1.2.

Tabel 1.1.
Perbandingan Harga Saham ISAT dan TLKM di JSX dan NYSE Selama
Bulan Desember 1999

Tanggal	Hari	ISAT JSX	ISAT NYSE	TLKM JSX	TLKM NYSE
01-Des-99	Rabu	10450	10580.02	3250	3201.322
02-Des-99	Kamis	10575	10598.95	3300	3229.613
03-Des-99	Jumat	10400	10724.51	3400	3437.344
06-Des-99	Senin	10750	10606.11	3525	3445.75
07-Des-99	Selasa	11275	10976.36	3400	3315.2
08-Des-99	Rabu	11175	11236.49	3450	3361.993
09-Des-99	Kamis	12825	12713.75	3525	3473.76
10-Des-99	Jumat	14175	14445.08	3500	3486.656
13-Des-99	Senin	14350	14098.5	3525	3457.025
14-Des-99	Selasa	15000	14606.02	3825	3866.384
15-Des-99	Rabu	15175	14926.39	3950	3968.25
16-Des-99	Kamis	15000	13852.56	3850	3761.781
17-Des-99	Jumat	14100	13329.01	3775	3653.38
20-Des-99	Senin	14125	13860.38	3875	3786.224
21-Des-99	Selasa	14650	14897.4	3925	3879.354
22-Des-99	Rabu	15600	15342.94	3825	3813.563
23-Des-99	Kamis	15800	15409.88	3925	3874.787
24-Des-99	Jumat	LIBUR	15170.63	LIBUR	3814.279
27-Des-99	Senin	16200	15.94.1	4000	3850
28-Des-99	Selasa	15950	14798.06	4025	3808.969
29-Des-99	Rabu	15500	14945.94	3975	3825.099
30-Des-99	Kamis	15600	14998.75	3975	3794.24
31-Des-99	Jumat	LIBUR	15353.75	LIBUR	3950

Sumber : *Bisnis Indonesia 1999, diolah kembali.*

Tabel 1.2.

Perusahaan-perusahaan Indonesia yang Listing di Bursa Asing Tahun
1999

Perusahaan	Tgl Listing	Bursa	Bentuk	Keterangan
PT. INDOSAT, Tbk.	18 Okt 1994	NYSE	ADS	1 ADS = 10 lembar saham biasa
	19 Okt 1994	JSX & SSX	Saham biasa	
PT. Tambang Timah, Tbk.	19 Okt 1995	LSE	ADS	1 ADS = 20 lembar saham biasa
		JSX & SSX	Saham biasa	
PT. TELKOM, Tbk.	14 Nov 1995	NYSE & LSE	ADS	1 ADS = 20 lembar saham biasa
		JSE & SSX	Saham biasa	
PT. Aneka Tambang, Tbk.	9 Agt 1999	ASX	UPS	1 UPS = 10 lembar saham biasa
		JSX & SSX	Saham biasa	

Sumber : JSX, diolah.

Keterangan : NYSE = New York Stock Exchange
 LSE = London Stock Exchange
 ASX = Australia Stock Exchange
 JSX = Jakarta Stock Exchange
 SSX = Surabaya Stock Exchange
 ADS = American Depository Shares
 UPS = Unit Per Share

1.2. Perumusan Masalah

Perbedaan jam perdagangan antara dua bursa yang memperdagangkan saham yang sama, memberikan latar yang ideal untuk meneliti transfer informasi harga, karena transfer informasi harga antar bursa akan memberikan informasi bagi pemodal dalam menilai prospek perusahaan yang bersangkutan. Karena bila satu bursa ditutup, informasi dari bursa lain akan tersedia bagi pemodal. Jika pasarnya efisien, informasi

ini akan direfleksikan di dalam harga pembukaan dari perdagangan suatu saham (Bae, et. al., 1999).

Efisiensi pasar menurut Jones (1996) didasarkan pada prospek dinamik yang memberikan distribusi informasi yang tidak simetris dan menjelaskan bagaimana harga-harga akan menyesuaikan karena informasi tidak simetris tersebut. Efisiensi pasar yang mendasarkan pada proses dinamik, menekankan pada kecepatan informasi yang tidak simetris. Pasar dikatakan efisien jika penyebaran informasi dilakukan secara cepat sehingga informasi menjadi simetris, yaitu setiap orang memiliki informasi ini. Informasi yang tidak simetris adalah informasi yang hanya dimiliki oleh sebagian pemodal saja sedang yang lainnya tidak memiliki informasi tersebut.

Pada bursa yang mempunyai saham *dual listing* kecepatan pemodal dalam merespon informasi berdampak pada bursa, dimana saham tersebut diperdagangkan. Jika waktu yang digunakan oleh pemodal dalam merespon transfer informasi harga dari bursa lain dilakukan sangat cepat maka dapat dikatakan bahwa distribusi informasi antar bursa tidak ada hambatan, atau bursa cepat merespon transfer informasi harga dari bursa lainnya. Tetapi jika kecepatan respon antar bursa cukup lama, ini menunjukkan indikasi adanya distribusi transfer informasi harga yang belum simetris, yaitu hanya beberapa pemodal saja yang mendapatkan informasi tersebut. Akibatnya, kelompok pemodal yang mendapatkan informasi ini dapat menikmati return yang tidak normal (Jones, 1996).

Pada penelitian ini digunakan return saham *dual listing*, karena menurut Bae, et. al., (1999) dengan return akan diketahui issue-isue arus informasi diantara bursa saham yang memperdagangkan saham yang sama secara lebih baik, dan ketika bursa ditutup informasi dari bursa lain tersedia bagi pemodal, dan jika pasarnya efisien informasi ini akan direfleksikan dalam harga pembukaan perdagangan saham.

Dengan latar belakang perbedaan waktu di kedua bursa tersebut maka permasalahan yang muncul adalah:

1. Apakah transfer informasi harga saham berjalan satu arah (dari *developed market* ke *emerging market*) atau dalam dua arah ?
2. Bagaimana respon pergerakan transfer harga saham dari satu bursa ke bursa yang lain ?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian transfer informasi harga saham antara New York Stock Exchange dan Jakarta Stock Exchange, dan sesuai dengan latar belakang masalah dan perumusan di atas maka tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk mendapatkan bukti empiris mengenai arah pergerakan transfer informasi harga saham.
2. Mendeteksi respon pergerakan transfer harga saham dari New York Stock Exchange ke Jakarta Stock Exchange dan atau sebaliknya dari Jakarta Stock Exchange ke New York Stock Exchange.

1.4. Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan khususnya mengenai transfer informasi harga saham antara dua bursa. Adapun kegunaan penelitian ini adalah :

1. Bagi akademis : memberikan bahan tambahan pada kajian mengenai transfer informasi harga pada saham-saham *dual listing*.
2. Bagi pemodal : diharapkan hasil dari penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi pemodal yang ingin melakukan investasi pada saham-saham *dual listing* di bursa internasional.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Dalam Bab ini akan dikemukakan telaah pustaka dan hipotesa yang merupakan dasar dari pembahasan, analisis dan evaluasi atas kenyataan-kenyataan yang diperoleh dari hasil penelitian yang akan diuraikan dalam Bab selanjutnya. Tujuan dari telaah pustaka dan hipotesis ini adalah sebagai titik pijak penulisan agar penelitian yang dilakukan bersifat ilmiah.

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Transfer Informasi Harga Saham

Berbicara mengenai transfer informasi harga saham tidak lepas dari efisiensi pasar. Transfer informasi harga saham akan berjalan lancar apabila tidak ada hambatan dalam pendistribusian informasi sehingga penyebaran informasi cepat. Distribusi informasi di sini adalah jika setiap orang mendapatkan set informasi yang sama (Beaver, 1989), atau dengan kata lain distribusi harga terjadi bila harga saham terjadi setelah informasi diterima oleh pelaku pasar yang sama dengan harga yang akan terjadi jika setiap orang mendapatkan set informasi tersebut. Tetapi pada kenyataannya, ada orang yang tidak mendapatkan informasi yang sama dengan orang lain, sehingga timbul informasi yang tidak simetris atau asimetrik (*information asymmetric*) yaitu informasi privat yang hanya dimiliki

oleh pemodal-pemodal yang mendapat informasi saja (*informed investors*). Padahal transfer informasi pada pasar efisien bila penyebaran informasi dilakukan secara cepat sehingga informasi menjadi simetrik, yaitu setiap orang memiliki informasi ini.

Menurut Jones (1996) suatu pasar yang efisien adalah pasar yang harga-harga sekuritasnya secara cepat dan penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia terhadap aktiva tersebut. Berdasarkan efisiensi pasar Jones maka transfer informasi harga antar bursa dilakukan sangat cepat bila waktu penyesuaian harga ekuilibrium yang baru dilakukan dengan sangat cepat, sangat cepat di sini bukan seketika tetapi terjadi dengan cepat (*quickly*) setelah informasi disebar untuk menjadi tersedia bagi semua orang. Seberapa cepat waktu yang dibutuhkan untuk dapat menyerap semua informasi tergantung dari jenis informasinya. Jika pemodal hanya membutuhkan waktu yang sangat cepat untuk mengevaluasi informasi tersebut, kemungkinan waktu yang dibutuhkan hanya beberapa hari saja atau mungkin bahkan hanya dalam waktu beberapa menit saja. Jenis informasi ini misalnya adalah pengumuman laba oleh perusahaan emiten. Laba yang meningkat dianggap sebagai kabar yang baik dan laba yang menurun dianggap sebagai kabar yang buruk. Pemodal akan bereaksi dengan cepat setelah menerima pengumuman laba ini, karena mengevaluasinya sebagai kabar baik atau buruk hanya dibutuhkan waktu yang cepat. Informasi yang mungkin cukup lama untuk dievaluasi oleh pemodal adalah informasi mengenai merger atau akuisisi, untuk menentukan informasi ini sebagai kabar baik atau buruk, pemodal mungkin

masih membutuhkan informasi yang lainnya dan membutuhkan waktu lama untuk mengevaluasinya. Akibatnya reaksi pasar untuk informasi sejenis ini terjadi dalam periode waktu yang cukup panjang.

Sebaliknya bila waktu penyesuaian harga cukup lama, maka transfer informasi antar bursa akan berjalan lambat, dan hal ini menunjukkan indikasi adanya distribusi informasi yang belum simetris, yaitu hanya beberapa pemodal saja yang mendapatkan informasi bersangkutan. Beberapa penjelasan yang diuraikan oleh Jones mengenai distribusi informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris adalah sebagai berikut :

1. Informasi privat disebarkan ke publik secara resmi melalui pengumuman oleh perusahaan emiten. Proses penyebaran informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris dengan cara ini akan terjadi dengan cepat.
2. Pemodal yang memiliki informasi privat akan menggunakannya dan setelah itu mereka akan bersedia untuk menjualnya. Nilai dari informasi ini akan semakin rendah mendekati nol dengan semakin banyaknya pemodal lainnya menggunakan informasi tersebut dan berusaha menjualnya kembali. Nilai informasi ini akhirnya akan sama dengan nol karena informasi ini sudah digunakan sepenuhnya dan sudah tidak bernilai lagi untuk dijual. Pada kondisi ini berarti semua pemodal akan mendapatkan informasi yang sama atau tidak terjadi informasi asimetrik. Proses penyebaran informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris dengan cara ini mungkin akan terjadi lebih lambat dibandingkan

jika perusahaan emiten mendistribusikan informasi dengan cara mengumumkannya seperti pada penjelasan pertama.

3. Pemodal yang mendapat informasi secara privat akan melakukan tindakan yang spekulatif (*speculative behavior*). Pemodal yang mempunyai informasi privat akan mempunyai intensip untuk bertransaksi menggunakannya sampai dicapai harga informasi penuh (*full-information price*). Untuk kasus ini, informasi asimetrik terjadi karena pemilik informasi privat sudah menggunakan informasi tersebut secara penuh.
4. Pemodal yang tidak mempunyai informasi privat akan mendapatkan informasi tersebut dengan mengamati lewat perubahan harga yang terjadi, keadaan tersebut disebut dengan teori ekspektasi rasional (*rational expectation theory*). Pemodal yang tidak mempunyai informasi tersebut akan melakukan transaksi dengan mengikuti transaksi yang dilakukan oleh pemodal yang mempunyai informasi dengan cara mengamati perubahan dari harga yang terjadi. Perubahan dari harga yang terjadi adalah karena refleksi dari informasi yang dimiliki oleh pemodal yang mempunyai informasi privat. Dalam hal ini, informasi simetrik terjadi karena semua informasi privat sudah diserap oleh pasar lewat pengamatan harga yang terjadi akibat informasi privat tersebut.

Lau dan Diltz (1994), meneliti mengenai transfer informasi harga antar bursa developed, yaitu New York Stock Exchange dan Tokyo Stock Exchange, membuktikan bahwa transfer informasi harga berjalan dua arah yaitu dari Tokyo Stock Exchange ke New York Stock Exchange begitu pula dari New York Stock Exchange ke Tokyo Stock Exchange.

Transfer informasi harga antara bursa emerging dan developed hasil penelitian Bae, et. al.,(1999) menunjukkan return saham *emerging market* dengan cepat mempengaruhi return penyesuaian di *developed market* dan transfer informasi harga berjalan dua arah yaitu dari Stock Exchange of Hong Kong ke London Stock Exchange, begitu pula dari London Stock Exchange ke Stock Exchange of Hong Kong. Dengan demikian kedua bursa tersebut saling merespon perubahan-perubahan harga yang disebabkan oleh informasi mengenai perusahaan emiten tetapi proses transfer tidak selengkap pada bursa yang menerima informasi tersebut. Hal ini disebabkan karena adanya hambatan dalam transfer informasi sehingga informasi menjadi asimetrik. Hasil penelitian Chowdhry dan Nanda (1991) memperlihatkan bahwa ketika saham yang diperdagangkan di beberapa bursa, pedagang informasi mempunyai peluang lebih besar untuk mengusahakan informasi privat. Chowdhry dan Nanda lebih jauh menunjukkan return ekspektasi pedagang informasi berkurang dengan adanya transfer informasi harga yang tepat waktu pada bursa satelit. Eun dan Shim (1989) dan Hamao, Masulis dan Ng (1990) menyatakan bahwa bursa asing bertindak sebagai satelit bursa domestik.

Hasil penelitian Bae, et. al., (1999) berbeda dengan hasil penelitian Chan, et. al.,(1992) dan Cheung dan Mak (1992) yang menyatakan bahwa *developed market* mempunyai pengaruh yang kuat pada *emerging market*. Pada umumnya mereka menemukan derajat signifikan dari saling ketergantungan antar bursa nasional dan atau menunjukkan bahwa bursa US mempunyai pengaruh paling kuat pada seluruh kinerja bursa-bursa lain.

2.1.2. Hubungan antara Return dan Saham

Menurut Ang (1997) return (kembali) adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi yang dilakukannya, baik investasi jangka panjang maupun jangka pendek. Return dari suatu investasi tergantung pada instrumen investasinya. Ada yang menjamin tingkat kembali (return) yang akan diterima dengan bunga sebesar persentase tertentu dan pasti seperti sertifikat deposito di bank, atau obligasi yang menjanjikan kupon bunga yang akan dibayarkan secara periodik atau sekaligus dan pasti, tidak tergantung pada keuntungan perusahaan. Lain halnya dengan saham, saham tidak menjanjikan suatu return yang pasti bagi para pemodal. Namun beberapa komponen return pada saham yang memungkinkan pemodal meraih keuntungan adalah dividen, saham bonus dan capital gain.

Komponen suatu return terdiri dari dua jenis yaitu current income (pendapatan lancar) dan capital gain (keuntungan selisih harga). Current income (keuntungan lancar) adalah keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodik seperti pembayaran bunga deposito, bunga obligasi, dividen dan sebagainya. Disebut sebagai pendapatan lancar karena keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan secara cepat seperti kupon bunga obligasi yang membayar bunga dalam bentuk giro atau cek yang tinggal diuangkan demikian pula dengan dividen tunai, sedangkan yang setara kas adalah saham bonus atau dividen saham yang dibayarkan dalam bentuk saham

atau dikonversikan menjadi uang kas dengan cara menjual saham yang diterimanya.

Capital gain yaitu keuntungan yang diterima karena adanya selisih antara harga jual dan harga beli suatu instrumen investasi. Misalnya membeli suatu saham dengan harga Rp. 10 juta dan menjualnya dengan harga Rp. 11 juta, maka di sini berarti terdapat keuntungan sebesar Rp. 1 juta rupiah, keuntungan inilah yang disebut capital gain. Tetapi bila membeli dengan harga Rp. 10 juta dan menjualnya dengan harga Rp. 9,5 juta, maka berarti terdapat kerugian sebesar Rp. 0,5 juta, kerugian inilah yang disebut capital loss. Tentunya tidak semua instrumen investasi memberikan komponen return berupa capital gain atau capital loss. Capital gain ini sangat tergantung dari harga pasar instrumen investasi yang bersangkutan yang berarti bahwa instrumen investasi tersebut harus diperdagangkan di pasar, karena dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan nilai suatu instrumen investasi. Instrumen yang memberikan capital gain seperti obligasi dan saham, sedangkan yang tidak memberikan komponen return capital gain seperti sertifikat deposito, tabungan dan sebagainya.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa saham dapat memberikan return bagi pemodal yang disebut dengan capital gain atau loss.

2.1.3. Informasi

Foster (1986), menyatakan suatu informasi dikatakan bermanfaat atau memiliki isi informasi (*information content*) bila informasi tersebut

mempunyai makna bagi pemakainya. Terdapat tiga faktor yang mempengaruhi makna dari pemakaian informasi, yaitu (1) ekspektasi pasar modal mengenai makna dan waktu penyajian informasi, (2) implikasi dari informasi yang disajikan terhadap distribusi return di masa yang akan datang, dan (3) kredibilitas sumber informasi akuntansi melalui laporan keuangan, hanyalah satu jenis informasi yang diperlukan pemodal dalam proses pembuatan keputusan, karena selain informasi akuntansi pemodal masih membutuhkan informasi lainnya seperti informasi non akuntansi dan non ekonomis.

Dalam penelitiannya, Marston (1996) menemukan dua sebab utama penyebab buruknya informasi, yaitu pertama karena kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*). Kedua, karena distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar. Kualitas informasi terkait erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tersebut (*information of content*). Dari muatan informasi tersebut dapat dilihat relevan tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal. Sedangkan distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan (*accessibility*) informasi dan biaya yang murah untuk memperoleh informasi tersebut.

Dengan demikian informasi adalah sinyal bagi pemodal dalam menilai prospek perusahaan yang bersangkutan. Tersedianya informasi yang benar dapat dipercaya, lengkap dan tepat waktu akan memungkinkan investor untuk melakukan pengambilan keputusan investasi secara rasional,

sehingga yang diperoleh sesuai dengan harapan yang diinginkan oleh para pemodal.

2.1.4. Harga Saham

Menurut Weston (1992), harga saham menggambarkan penelitian pasar atas kemampuan perusahaan memperoleh pendapatan dari waktu ke waktu, besarnya resiko atas kelangsungan pendapatan tersebut dan sekumpulan faktor-faktor lain.

Di dalam pasar modal, harga saham mempunyai berbagai peranan:

- a) Harga saham menunjukkan pengalokasian sumber daya yang langka.

Pasar modal mempunyai fungsi untuk mengalokasikan sumber daya yang langka, yaitu menyalurkan dana dari penabung ke produsen dimana harga menunjukkan pengalokasian dana yang efisien. Di pihak lain harga mencerminkan biaya modal yang harus dibayar oleh produsen yang menggunakan dana.

- b) Harga saham merupakan pertemuan antara permintaan dan penawaran.

Tarik menarik antara permintaan perusahaan dan penawaran dari pemodal akan membentuk harga yang akan mencerminkan tingkat hasil dan resiko.

- c) Harga saham menunjukkan kekayaan atau nilai perusahaan (Brealey dan Myers, 1985). Tujuan utama dari perusahaan adalah maksimisasi nilai kekayaan para pemegang saham. Nilai ini diwakili oleh harga dari saham perusahaan yang menerapkan pencerminan dari keputusan investasi, pembelanjaan dan kebijakan deviden perusahaan.

Berdasarkan hal di atas maka dapat disimpulkan bahwa, harga pasar saham adalah *market clearing price* yang ditentukan berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran. Harga saham memberikan ukuran yang obyektif tentang nilai investasi pada sebuah perusahaan. Oleh karenanya, harga saham memberikan indikasi perubahan harapan pemodal sebagai akibat perubahan kinerja keuangan. Pada akhirnya variasi harga saham pada waktu tertentu memberikan sebuah indikasi berubahnya kinerja keuangan perusahaan.

2.1.5. Hubungan antara Harga dan Informasi

Sebagaimana yang dinyatakan oleh W.H. Beaver (1989) bahwa :
 “ *The relationship between price and information is called market efficiency. As defined here, a securities market is said to be efficient with respect to on information system if and only if the price act as if everyone observes the signal from that information system* “. Dari pernyataan Beaver ini, terkandung arti bahwa harga surat berharga berperilaku seolah-olah para partisipan pasar melihat isyarat dari informasi tersebut. Jika harga mempunyai sifat seperti ini, harga tersebut sepenuhnya mencerminkan sistem informasi itu. Sehingga dapat disimpulkan bahwa reaksi harga saham terhadap suatu kejadian menggambarkan tingkat efisiensi suatu pasar. Semakin efisien suatu pasar, maka semakin cepat pula informasi tersebut terefleksi dalam harga saham.

2.1.6. Nilai Tukar Mata Uang

Menurut Nopirin (1988), apabila suatu barang ditukar dengan barang lain, tentu di dalamnya terdapat perbandingan nilai tukar antar keduanya. Nilai tukar itu sebenarnya merupakan semacam harga di dalam pertukaran tersebut. Demikian pula dengan pertukaran antara dua mata uang yang berbeda, maka akan terdapat perbandingan nilai atau harga antara kedua mata uang tersebut. Perbandingan kedua nilai inilah yang sering disebut kurs (*exchange rate*) atau nilai tukar mata uang.

Rudiger dan Fischer (1996) mengatakan bahwa nilai tukar mata uang dalam makro ekonomi ada dua macam yaitu nilai tukar nominal dan nilai tukar riil, yang dimaksud dengan nilai tukar nominal adalah nilai tukar mata uang yang dikreditkan dengan nilai uang semata seperti yang sudah dijelaskan di atas. Sedangkan nilai tukar riil adalah nilai tukar nominal yang dikaitkan dengan rasio antara indeks harga barang-barang di luar negeri dengan indeks harga barang-barang di dalam negeri. Nilai tukar riil berguna untuk mengukur daya saing suatu negara di arena perdagangan internasional. Yang dipakai dalam penelitian ini adalah nilai tukar mata uang nominal.

Sedangkan menurut Ahmad Jamli (1993), nilai tukar mata uang nominal terbagi dua macam yaitu *spot exchange rate* atau kurs spot dan *forward exchange rate* atau kurs berjangka. *Spot exchange rate* adalah nilai tukar mata uang yang penyerahannya dilakukan pada saat itu juga, sedangkan *forward exchange rate* adalah nilai tukar mata uang yang ditetapkan sekarang untuk penukaran yang dilakukan pada saat-saat

tertentu di masa yang akan datang. Pada penelitian ini konsep nilai tukar mata uang yang dipakai adalah *spot exchange rate*. Misalnya bila di dalam penelitian ini dikatakan nilai tukar mata uang rupiah terhadap US\$ adalah sebesar 7000/US\$ berarti bahwa pada saat itu juga mata uang rupiah sebesar 7000, dapat ditukar mata uang US\$ sebanyak US\$ 1 atau sebaliknya sebanyak Rp. 7000,00.

2.1.7. Jakarta Stock Exchange Composite Stock Price Index (JSX CSPI)

Jakarta Stock Exchange Composite Stock Price Index (JSX CSPI) atau Indeks Harga Saham Gabungan Bursa Efek Jakarta (IHSG BEJ) merupakan CSPI yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta. JSX CSPI ini mengambil hari dasar pada tanggal 10 Agustus 1982 dan mengikut sertakan semua saham yang tercatat di Jakarta Stock Exchange.

JSX CSPI diperkenalkan pertama kali pada tanggal 1 April 1983, yang digunakan sebagai indikator sebagai memantau pergerakan harga saham. Indeks ini mencakup semua saham biasa maupun saham preferen di JSX. Rumus yang digunakan adalah metode rata-rata tertimbang (*Weighted Average Method*) dengan rumus Paasche (Ang, 1997).

Metode rata-rata tertimbang merupakan suatu metode yang menambahkan bobot dalam perhitungan indeks disamping harga pasar saham dan harga dasar saham. Pembobotan yang dilakukan dalam perhitungan indeks pada umumnya adalah jumlah saham yang dikeluarkan.

Menurut Paasche, jumlah saham yang dikeluarkan oleh emiten yang bersangkutan pada saat perhitungan indeks akan memberikan hitungan yang lebih mencerminkan keadaan yang sebenarnya, sebab banyak saham yang dikeluarkan (*outstanding shares*) sangat berpengaruh terhadap likuiditas suatu saham. Suatu saham yang likuid akan memberikan pengaruh besar terhadap bursa efek secara keseluruhan. Adapun rumus Paasche adalah sebagai berikut:

$$CSPI = \frac{\sum (P_s \times S_s)}{\sum (P_{Base} \times S_s)}$$

Keterangan :

CSPI = Composite Stock Price Index

P_s = Harga pasar saham

S_s = Jumlah saham yang dikeluarkan (*outstanding shares*)

P_{Base} = Harga dasar saham

Dalam rumus Paasche ($P_s \times S_s$) merupakan rumus dari *market capitalization* (kapitalisasi pasar), yang berarti merupakan jumlah dari kapitalisasi pasar seluruh saham yang tergabung dalam indeks yang bersangkutan. Sedangkan ($P_{Base} \times S_s$) merupakan rumus dari *Base Value* (nilai dasar), yang berarti jumlah seluruh *base value* dari saham-saham yang tergabung dalam indeks yang bersangkutan.

Jadi rumus Paasche ini membandingkan kapitalisasi pasar seluruh saham dengan nilai dasar seluruh saham yang tergabung dalam suatu indeks. Dalam hal ini, makin besar kapitalisasi suatu saham, maka akan memberikan pengaruh yang sangat besar jika terjadi perubahan harga pada saham yang bersangkutan.

2.1.8. Indeks Dow Jones Industrial Average (DJIA)

Indeks DJIA adalah indeks yang paling terkenal di dunia yang menggunakan pendekatan atau metode rata-rata (*Average Method*) dengan faktor divisor yang ditentukan oleh Dow Jones, yang berfungsi sebagai faktor penyesuaian jika terjadi aksi emiten. DJIA mencakup 30 jenis saham industri yang tercatat di New York Stock Exchange.

Ang (1997) mengatakan metode rata-rata menggunakan cara dimana harga pasar saham-saham yang masuk dalam indeks tersebut dijumlah kemudian dibagi dengan suatu faktor pembagi tertentu. Rumus Indeks DJIA dengan metode rata-rata adalah :

$$IDJIA = \frac{\sum P_s}{\text{Divisor}}$$

Keterangan :

IDJIA = Indeks Dow Jones Industrial Average

P_s = Harga pasar saham

Divisor = suatu nilai pembagi

Divisor ini merupakan suatu faktor pembagi, dimana faktor pembagi ini harus dapat beradaptasi terhadap perubahan harga saham teoritis karena aksi emiten seperti right issue, stock split dan lain-lain. Ada pula yang menggunakan divisor dengan rumus :

$$\text{Divisor} = \sum P_{\text{Base}}$$

$$P_{\text{Base}} = \text{Harga dasar saham}$$

Disini divisor merupakan total dari seluruh harga dasar (*base price*) saham-saham yang tergabung dalam indeks yang bersangkutan. IDJIA ditentukan sebesar 100% pada suatu tanggal tertentu, tanggal tersebut hari dasar perhitungan indeks. Pada hari dasar inilah harga dasar disamakan dengan harga pasar, sehingga menghasilkan IDJIA 100%.

2.1.9. American Depositary Shares (ADS)

Penawaran umum di luar negeri dilakukan dengan menggunakan ADS. Satu saham ADS terdiri dari beberapa saham perusahaan publik tersebut. Misalnya 1 ADS = 20 saham biasa. Penerbitan saham ADS dilakukan dengan mengadakan perjanjian deposit (*Depositary Agreement*) antara pihak emiten dengan *Depositary* (lembaga deposit). Emiten akan menyerahkan saham biasa kepada depositary atau agen depositary yang bertindak sebagai custodian tempat penyimpanan saham) untuk selanjutnya dikonversikan menjadi ADS. Bagi investor yang membeli ADS, maka depositary akan menerbitkan ADR (American Depositary Receipt) sebagai tanda bukti kepemilikan ADS.



2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai transfer informasi harga pernah dilakukan oleh Lau dan Diltz (1994) dan Bae, et. al. (1999).

Dengan menggunakan harga pembukaan dan penutupan saham harian pada tujuh perusahaan Jepang yang *dual listing* di Tokyo Stock Exchange dan New York Stock Exchange, Lau dan Diltz (1994) meneliti transfer informasi harga dengan menggunakan data periode 1 Januari 1988 sampai dengan 31 Desember 1989. Data tersebut kemudian diolah dengan alat analisis regresi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa:

1. Proses transfer tampaknya disempurnakan pada pembukaan di Tokyo Stock Exchange.
2. Return pembukaan pada sampel perusahaan di New York Stock Exchange merespon perubahan saham intraday pada sampel perusahaan Tokyo Stock Exchange.
3. Proses transfer tidak selengkap di pembukaan New York Stock Exchange, hal ini disebabkan karena adanya pengaruh yang signifikan yang terjadi selama hari-hari perdagangan.

Pengaruh pertama adalah pergerakan yang lebih kuat dari return New York Stock Exchange ke Tokyo Stock Exchange.

Pengaruh kedua adalah pergerakan yang lebih kuat dari return Tokyo Stock Exchange ke New York Stock Exchange.

Hasil kerja Lau dan Diltz kemudian diperluas oleh Bae, et. al., (1999) dengan menggunakan sampel yang lebih besar yaitu delapan belas perusahaan dengan periode sampel 4 Januari 1993 sampai dengan 31

Desember 1995. Pada penelitian tersebut Bae, et. al., menggunakan saham yang *listing* di *emerging market* dan *developed market*, yaitu Stock Exchange of Hong Kong dan London Stock Exchange. Pendekatan yang dilakukan dalam penelitian ini seperti yang digunakan oleh Lau dan Diltz, yaitu harga pembukaan dan penutupan pada $\text{day-}t$ menjadi $\text{open-}t$ dan $\text{close-}t$. Kemudian intraday return (oc_t) dan overnight return (co_t), masing-masing dihitung dengan $\log(\text{close}_t / \text{open}_t)$ dan $\log(\text{open}_t / \text{close}_{t-1})$. Data kemudian diolah dengan menggunakan alat analisis regresi seperti yang digunakan oleh Lau dan Diltz. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa :

1. Stock Exchange of Hong Kong overnight return merespon secara signifikan perubahan-perubahan di London Stock Exchange intraday return, tetapi proses transfer tidak selengkap pada pembukaan di Stock Exchange of Hong Kong.
2. London Stock Exchange overnight return merespon secara signifikan perubahan-perubahan di Stock Exchange of Hong Kong intraday return, tetapi proses transfer juga tidak selengkap pada pembukaan di London Stock Exchange.
3. Dampak lebih kuat bergerak dari London Stock Exchange ke Stock Exchange of Hong Kong.

Bukti ini menunjukkan bahwa transfer informasi harga terjadi secara cepat pada keduanya dan terus berlangsung pada seluruh hari perdagangan dalam dua arah.

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai transfer informasi harga tidak mengemukakan bahwa dampaknya akan berlaku bagi semua bentuk

pasar modal yang ada, yaitu bentuk lemah, setengah kuat dan kuat. Penelitian-penelitian terdahulu banyak dilakukan di tipe pasar modal yang berbentuk setengah kuat dan kuat.

Oleh karena itu, penelitian ini berusaha melakukan replikasi penelitian mengenai tranfer informasi harga yang serupa di bursa efek di Indonesia, yaitu PT. Jakarta Stock Exchange yang berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Herman Legowo dan Mas'ud Mchfoedz pada tahun 1992 mempunyai bentuk lemah (Herman Legowo dan Mas'ud Mchfoedz, 1998).

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

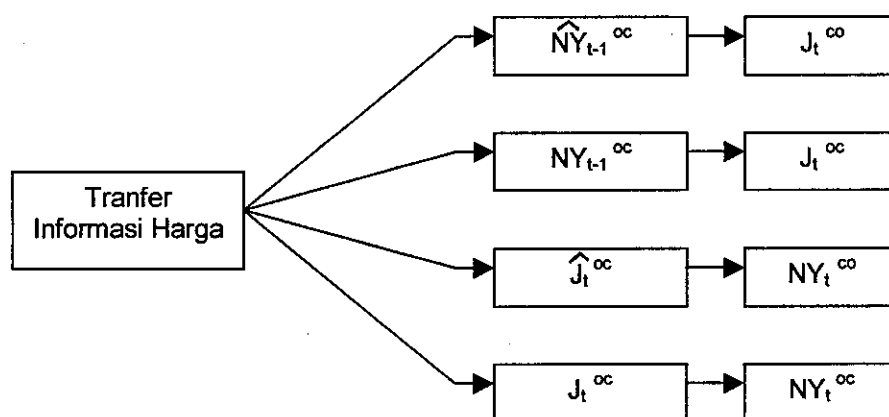
Berdasarkan penelitian Foster dan Viswanathan (1993) yang menyatakan bahwa harga saham-saham yang *dual listing* akan bergerak dalam koordinasi harga pada bursa yang lain, maka variabel operasional yang dipakai dalam penelitian ini adalah JSX dan NYSE intraday return pada day t dan JSX dan NYSE overnight return pada day t sebagai variabel dependen dan prediksi NYSE intraday return pada day t-1 (\hat{NY}_{t-1}^{oc}), NYSE intraday return pada day t-1 (NY_{t-1}^{oc}), prediksi JSX intraday return pada day t (\hat{J}_t^{oc}) dan JSX intraday return pada day t sebagai variabel independen.

Masing-masing variabel independen tersebut dianalisis tentang pengaruhnya transfer informasi harga terhadap intraday overnighat return di JSX dan NYSE.

Bagan kerangka pemikiran teoritis digambarkan sebagai berikut :

Gambar 1.

Kerangka Pemikiran Teoritis



Keterangan :

\hat{NY}_{t-1}^{oc} = prediksi NYSE intraday return pada day t-1

NY_{t-1}^{oc} = NYSE intraday return pada day t-1

\hat{J}_t^{oc} = prediksi JSX intraday return pada day t

J_t^{oc} = JSX intraday return pada day t

J_t^{oc} = JSX overnight return pada day t

NY_t^{oc} = NYSE overnight return pada day t

NY_t^{oc} = NYSE intraday return pada day t

Setelah informasi yang diperoleh direspon oleh pemodal yang ada di Jakarta Stock Exchange dan New York Stock Exchange, transfer informasi harga akan mempengaruhi prediksi NYSE intraday return pada day t-1 (\hat{NY}_{t-1}^{oc}), dan perubahan prediksi NYSE intraday return pada day t-1 akan mempengaruhi JSX overnight return pada day t (J_t^{oc}), begitu pula sebaliknya. Transfer informasi harga akan mempengaruhi prediksi JSX intraday return pada day t (\hat{J}_t^{oc}), dan perubahan prediksi JSX intraday return pada day t akan mempengaruhi NYSE overnight return pada day t (NY_t^{oc}). Selain itu transfer informasi harga juga akan menunjukkan ada tidaknya

hambatan transfer informasi harga antara JSX dan NYSE. Hambatan transfer informasi harga dapat terjadi bila ada kebocoran informasi antar bursa, dimana NYSE intraday return pada day $t-1$ (NY_{t-1}^{∞}) akan mempengaruhi JSX intraday return pada day t (JSX_t^{∞}), begitu pula sebaliknya JSX intraday return pada day t akan mempengaruhi NYSE intraday return pada day t (NY_t^{∞}). Bila pasarnya efisien, pemodal tidak akan mengharapkan kebocoran informasi yang berarti dari intraday return di suatu bursa dengan intraday return di bursa lain. Sebab pada pasar yang efisien, informasi mengenai kinerja intraday return suatu bursa akan tercermin dalam harga pembukaan bursa lain (Bae, et.al., 1999).

2.4. Hipotesis

Penelitian-penelitian yang membahas transfer informasi harga saham *dual listing* semacam ini sangat sedikit jumlahnya dalam literatur. Chan, et.al (1992) dan Cheung dan Mak (1992) yang meneliti mengenai saham *dual listing* menemukan bahwa *developed market* mempunyai pengaruh yang kuat pada *emergi market*, dimana mereka menemukan derajat signifikansi dari saling ketergantungan antar bursa nasional dan atau menunjukkan bahwa bursa US mempunyai pengaruh paling kuat pada seluruh kinerja bursa-bursa lain.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya maka dalam penelitian ini akan diuji hipotesis nol sebagai berikut ini :

H_1 : Tranfer informasi harga saham berjalan satu arah yaitu dari *developed market* ke *emerging market*

H₂ : Respon pergerakan harga saham dari New York Stock Exchange ditranferkan ke Jakarta Stock Exchange adalah cepat.

Ukuran cepat pada penelitian ini dilihat dari sensitivitas koefisien slope yang signifikan pada level 5%.

BAB III

METODE PENELITIAN

Sebelum suatu penelitian dilaksanakan, maka terlebih dahulu perlu ditentukan metode yang akan digunakan. Hal ini akan membantu di dalam pelaksanaan penelitian. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *sensus*, karena semua anggota populasi menjadi obyek penelitian, juga karena elemen-elemen populasi yang relatif sedikit, begitu pula variabilitas setiap elemen yang relatif tinggi (heterogen).

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu harga saham harian emiten yang melakukan *listing* di Jakarta Stock Exchange dan New York Stock Exchange, daftar kurs resmi JSX, data Indeks Harga Saham Gabungan dan data Indeks Dow Jones, yang diperoleh dari harian Bisnis Indonesia dari tanggal 4 Januari 1999 hingga 31 Desember 1999. Untuk memperoleh informasi yang akurat maka dipilihlah periode 1999, yang merupakan data terbaru sehingga standar kualitas minimum data dapat dipenuhi.

Berdasarkan klasifikasi pengumpulannya, jenis data penelitian adalah *time series*, yaitu data yang dikumpulkan dari beberapa tahapan waktu

(kronologis) berupa harga saham harian selama tahun 1999, daftar kurs, Indeks Harga Saham Gabungan dan Indeks Dow Jones.

3.2. Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah semua emiten yang melakukan *listing* baik di Jakarta Stock Exchange dan New York Stock Exchange, terhitung mulai 4 Januari 1999 sampai dengan 31 Desember 1999, yaitu PT. Indonesian Satellite Corporation Tbk. dan PT. Telekomunikasi Indonesia Tbk.

3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut ini:

1. Transfer informasi harga saham adalah pemindahan informasi harga dengan memanfaatkan perbedaan waktu antara kedua bursa, yaitu Jakarta Stock Exchange dan New York Stock Exchange, yang memperdagangkan saham yang sama. Pada penelitian ini transfer informasi harga ditunjukkan dengan respon dari Jakarta Stock Exchange ke New York Stock Exchange atau New York Stock Exchange ke Jakarta Stock Exchange. Respon adalah tanggapan yang diberikan oleh Jakarta Stock Exchange atau New York Stock Exchange dalam menerima informasi harga saham dari New York Stock Exchange atau Jakarta Stock Exchange. Respon dalam penelitian ini ditunjukkan oleh persamaan (1') dan (3').

2. Hambatan adalah kendala-kendala yang dihadapi oleh Jakarta Stock Exchange atau New York Stock Exchange dalam menerima informasi harga dari New York Stock Exchange atau Jakarta Stock Exchange. Ada tidaknya hambatan dalam penelitian ini ditunjukkan pada persamaan (2) dan (4).

Pada penelitian ini respon dan hambatan diukur pada skala rasio, yaitu dengan menggunakan harga pembukaan dan penutupan saham pada day- t menjadi open- t dan close- t , dimana intraday return (oc_t) dihitung dengan $\log(\text{close}_t / \text{open}_t)$ dan overnight return (co_t) dihitung dengan $\log(\text{open}_t / \text{close}_{t-1})$.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumenter, dengan mendapatkan data yang tertulis baik dari dokumen-dokumen yang sudah ada maupun dari koran, majalah dan jurnal.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham harian yang dijual di Jakarta Stock Exchange dan New York Stock Exchange, daftar kurs resmi JSX. Index Harga Saham Gabungan dan Index Dow Jones yang diterbitkan setiap penutupan hari transaksi bursa oleh Badan Pengawas Pasar Modal, selama periode tahun 1999. Alasan digunakannya data harian harga saham, kurs, IHSG dan Index Dow Jones adalah data harian akan meningkatkan kekuatan statistik melalui menambah derajat kebebasannya.

3.5. Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis kuantitatif. Dalam upaya membahas permasalahan digunakan alat analisis regresi sederhana. Tujuan penggunaan regresi linier sederhana adalah untuk memprediksikan variabel bebas yang diduga berpengaruh terhadap variabel tidak bebas (Algifari, 1997).

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini seperti yang digunakan oleh Becker (1990), Lau dan Diltz (1994) dan Bae, et. al., (1999), dimana harga pembukaan dan penutupan pada day- t menjadi open- t dan close- t kemudian intraday return, oc_t , dan overnight return, co_t , masing-masing dihitung dengan $\log(\text{close}_t / \text{open}_t)$ dan $\log(\text{open}_t / \text{close}_{t-1})$.

Secara spesifik overnight return dan intraday return untuk JSX dan NYSE didefinisikan sebagai berikut:

J_t^{oo} = JSX return untuk akhir periode overnight pada day t ,

J_t^{oc} = JSX intraday return pada day t ,

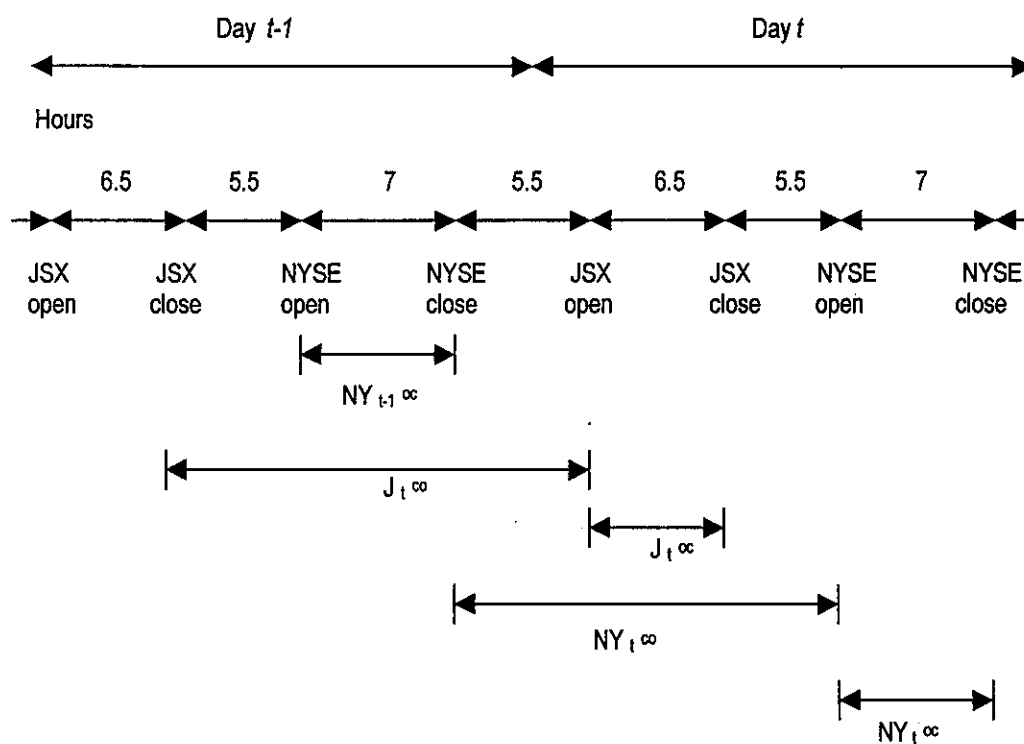
NY_t^{oo} = NYSE return untuk akhir periode overnight pada day t ,

NY_t^{oc} = NYSE intraday return pada day t

Urutan kronologis dari keempat return tersebut digambarkan pada gambar 2.

Gambar 2.

Urutan Kronologis Peristiwa di New York Stock Exchange dan Jakarta
Stock Exchange



Keterangan :

NY_{t-1}^{∞} = NYSE intraday return pada day $t-1$

J_t^{∞} = JSX return untuk akhir periode overnight pada day t

J_t^{∞} = JSX intraday return pada day t

NY_t^{∞} = NYSE return untuk akhir periode overnight pada day t

NY_t^{∞} = NYSE intraday return pada day t

Jam perdagangan Jakarta Stock Exchange adalah dari pukul 09.30 WIB – 16.00 WIB. Perdagangan di New York Stock Exchange dalam waktu Indonesia dimulai pukul 21.30 WIB sampai dengan pukul 04.30 WIB.

Keempat perbandingan tersebut dipertimbangkan dalam penelitian tranfer informasi harga antara JSX dan NYSE. Untuk arah dari NYSE ke JSX dipertimbangkan dua akibat sebagai berikut :

- (a) akibat perubahan NYSE intraday return, NY_{t-1}^{∞} , pada hari berikutnya JSX overnight return, JSX_t^{∞} , dan
- (b) akibat perubahan NYSE intraday return, NY_{t-1}^{∞} , pada hari berikutnya JSX intraday return, JSX_t^{∞} .

Hubungan regresinya adalah sebagai berikut:

$$J_t^{\infty} = a_1 + b_1 NY_{t-1}^{\infty} + e_{1t}, \quad (1)$$

$$J_t^{\infty} = a_2 + b_2 NY_{t-1}^{\infty} + e_{2t}, \quad (2)$$

dimana e_{it} , $i=1,2$, menerangkan kesalahan acak dengan properti normal biasa. Jika JSX return merespon dengan cepat perubahan-perubahan pada intraday return di NYSE sebelumnya, estimasi b_1 pada (1) akan positif dan signifikan secara statistik. Begitu pula, jika transfer informasi harga dari NYSE ke JSX ada hambatan, perkiraan b_2 pada (2) akan positif dan signifikan secara statistik.

Untuk arah dari JSX ke NYSE dipertimbangkan dua akibat sebagai berikut :

- (c) akibat perubahan JSX intraday return, J_t^{∞} , pada hari yang sama NYSE overnight return, NY_t^{∞} , dan

- (d) akibat perubahan JSX intraday return, J_t^{∞} , pada hari yang sama
NYSE intraday return, NY_t^{∞} .

Hubungan regresinya sebagai berikut :

$$NY_t^{\infty} = a_3 + b_3 J_t^{\infty} + e_{3t}, \quad (3)$$

$$NY_t^{\infty} = a_4 + b_4 J_t^{\infty} + e_{4t}, \quad (4)$$

dimana : NY_t^{∞} dan NY_t^{∞} = variabel dependen

J_t^{∞} = variabel independen

Seperti yang diindikasikan gambar 2, ada waktu perdagangan yang terjadi pada waktu yang sama yaitu 1) NYSE intraday return dan JSX overnight return (persamaan (1)), dan 2) JSX intraday return dan NYSE overnight return (persamaan (3)). Untuk menghindari masalah persamaan waktu yang potensial pada persamaan (1) dan (3), digunakan empat tahap metode variabel instrumen yang telah digunakan oleh Koch dan Koch (1991), Lau dan Diltz (1994) dan Bae, et. al., (1999).

Pertama, untuk masing-masing perusahaan individu, regresi market model dijalankan untuk dua intraday return : NY_t^{∞} dan J_t^{∞} ,

$$NY_t^{\infty} = a_5 + b_5 DJI_t^{\infty} + e_{5t}, \quad (5)$$

$$J_t^{\infty} = a_6 + b_6 IHSG_t^{\infty} + e_{6t}, \quad (6)$$

dimana DJI_t^{∞} adalah day t intraday return pada Dow Jones Industrial Average di New York, dan $IHSG_t^{\infty}$ adalah day t intraday return pada Index Harga Saham Gabungan di Jakarta. Digunakannya market index (indeks pasar) pada masing-masing bursa guna mewakili keadaan bursa yang bersangkutan. Hasil estimasi market model tersebut disajikan pada Tabel 3.1.

Kedua, menggunakan perkiraan parameter dari a_i dan b_i ($i = 5, 6$), kemudian diperoleh ' perkiraan ' (persamaan) intraday return :

$$\hat{NY}_{t-1}^{oc} = \hat{a}_5 + \hat{b}_5 DJI_{t-1}^{oc}, \quad (5')$$

$$\hat{J}_t^{oc} = \hat{a}_6 + \hat{b}_6 IHSG_t^{oc}, \quad (6')$$

Ketiga, persamaan (5') dan (6') disubstitusikan ke persamaan (1) dan (3)

$$J_t^{co} = a_1 + b_1 \hat{NY}_{t-1}^{oc} + e_{7t}, \quad (1')$$

$$NY_t^{co} = a_3 + b_3 \hat{J}_t^{oc} + e_{8t}, \quad (3')$$

dimana : J_t^{co} dan NY_t^{co} = variabel dependen

\hat{NY}_{t-1}^{oc} dan \hat{J}_t^{oc} = variabel independen

Terakhir, parameter dari persamaan (1'), (2), (3') dan (4) diestimasi dengan menggunakan metode regresi linear.

Setelah hasil estimasi diperoleh kemudian keandalan estimasi parameter dikaji melalui tiga kriteria (Farid Harianto dan Siswanto Sudomo, 1998) :

1. Kriteria ekonomi

Kriteria ini didasarkan pada teori ekonomika dan berhubungan dengan tanda dan *magnitude* parameter.

2. Kriteria statistika

Kriteria ini meliputi uji signifikansi parameter individual (dengan menggunakan uji t) dan uji kebaikan – suai (*goodness of fit*).

a. Uji t

Sebagaimana disebutkan oleh Suwandi (1997), uji t dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen yang dipakai untuk menganalisis signifikan/tidak dalam persamaan regresi terhadap

variabel dependen. Uji t dilakukan dengan cara melihat nilai signifikansi dari hasil *print out* komputer, dengan cara ini akan dapat diketahui apakah H_0 akan ditolak/diterima. Jika H_0 ditolak berarti variabel independen signifikan dengan variabel dependent, dan sebaliknya jika H_0 diterima berarti variabel independen tidak signifikan dengan variabel dependen.

- b. Uji kebaikan - suai (*goodness of fit*) adalah salah satu nilai statistik yang dapat digunakan untuk mengetahui apakah ada pengaruh suatu variabel terhadap variabel lain. Uji kebaikan - suai (*goodness of fit*) ini dapat dilakukan dengan mengamati nilai koefisien determinasi (R^2) dari hasil *print out* komputer.

3. Kriteria penyimpangan terhadap asumsi klasik

Kriteria ini mencakup pengujian terhadap asumsi linieritas, normalitas, nonotokorelasi, nonmultikolinieritas dan homoskedastisitas.

Tabel 3.1.

Hasil Market Model untuk New York Stock Exchange (NYSE) dan

Jakarta Stock Exchange (JSX)

Saham	$NY_t^{oc} = a_5 + b_5 DJI_t^{oc} + e_{5t}$		$J_t^{oc} = a_6 + b_6 IHSG_t^{oc} + e_{6t}$	
	a_5	b_5	a_6	b_6
TLKM	0.0005763 (0.001)	0.007103** (0.003)	0.0005248 (0.001)	0.003764** (0.003)
ISAT	0.0009611 (0.001)	0.006219** (0.013)	0.0006075 (0.001)	0.002428* (0.003)

Sumber : *Bisnis Indonesia* 1999, diolah.

** Signifikan pada level 5%

* Signifikan pada level 10%

BAB IV

GAMBARAN OBYEK PENELITIAN

4.1. PT. Indonesian Satellite Corporation, Tbk. (INDOSAT)

PT. Indosat didirikan pada tahun 1967 oleh American Cable dan Radio Corporation, suatu perusahaan yang didirikan berdasarkan peraturan perundangan negara bagian Delaware USA dan Wagne Tim Maglio, sebagai Perseroan Terbatas menurut dan berdasarkan peraturan dan perundang-undangan Indonesia dalam rangka Undang-undang Penanaman Modal Asing dengan Akte pendirian tanggal 10 November 1967 No.55 yang dibuat di Jakarta. Akta tersebut disetujui oleh Menteri Kehakiman RI dengan penetapan No. J.A.5/88/24 tanggal 20 November 1967, didaftarkan di kantor Pengadilan Negeri Jakarta pada tanggal 25 November 1967 dibawah No.2037 serta diumumkan dalam berita Negara RI tanggal 29 Maret 1968 No. 26 Tambahan No.24. Pada saat didirikan modal dasarnya adalah sebesar dua puluh juta rupiah dan modal di setor dua juta rupiah.

American Cable dan Radio Corporation adalah cabang dari International Telephone dan Telegraph (ITT) USA. Pada tahun 1980, pemerintah Indonesia mengambil alih semua saham PT. Indosat. PT. Indosat mempunyai jaringan di 240 negara dengan 4 pintu gerbang utama yaitu, Jakarta, Medan , Batam dan Surabaya. Jasa pelayanan meliputi telepon, telex, telegram, data packet switcing, facsimile store dan forward,

inmarsat mobile communication, leased lines, video conferencing dan television channels. PT. Indosat mempunyai saham di empat perusahaan lain. 16,7% pada Asean Cables Pte. Ltd. (ACPL), suatu perusahaan yang membuat rancangan dan pemeliharaan kabel bawah laut. 18,8% pada PT. Applikanusa Lintas Artha, perusahaan direct data communications dan data packet switching yang dikerjakan bersama PT. Telkom. 7,5% pada PT. Satelindo, perusahaan yang mengoperasikan komunikasi satelite, telepon seluler dan telekomunikasi international. 15% pada PT. Bangtelindo, perusahaan yang bergerak dalam bidang manajemen dan desain konstruksi bagi fasilitas komunikasi, dan 35% pada PT. Telekomunikasi Seluler (Telkomsel) joint venture dengan PT. Telkom, Setdco Megacell Asia dan PTT Telecom BV Belanda, yang menyediakan jasa GSM selular.

PT. Indosat juga mempunyai saham investasi di Suginami TV Cable dan Production House (Jepang), Domestic Telecommunication Carrie Camintel SA (Cambodia) dan the USA-Global Link. Pada tanggal 2 Oktober 1997 Indosat membeli obligasi yang dapat diubah seharga Rp. 150 milyar dari PT. Citra Televisi Pendidikan Indonesia (CPTI). Obligasi tersebut jatuh tempo 5 tahun dan mempunyai tingkat bunga 7%, yang dapat diubah dalam saham PT. CPTI, sehingga saham PT. Indosat di CPTI akan berjumlah 30%.

PT. Indosat merupakan salah satu perusahaan BUMN di bawah naungan Departemen Pariwisata Pos dan Telekomunikasi yang telah melakukan penjualan saham ke publik di pasar saham domestik dan internasional. PT. Indosat mencatat sahamnya di di Bursa efek Jakarta, Bursa Efek Surabaya dan The New York Stock Exchange. Saham Indosat

tercatat di BEJ dan BES pada tanggal 19 Oktober 1994 dan di bursa New York tanggal 18 Oktober 1994. Dipilihnya New York Stock Exchange oleh PT. Indosat atas pertimbangan posisi New York Stock Exchange sebagai pasar saham terbesar, likuid dan terpandang di dunia. Dalam melakukan go public Indosat menawarkan sahamnya sebanyak 350 juta lembar saham atau sebanyak 35% saham (250 juta lembar saham) akan ditawarkan di New York Stock Exchange (NYSE) dan sisanya sebanyak 10% akan ditawarkan kepada investor lokal di BEJ dan BES. Dana dari hasil go public rencananya akan digunakan untuk mendanai pelaksanaan rencana pengembangan dan perluasan usaha.

4.2. PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk.

PT. Telkom merupakan perusahaan milik negara yang menyediakan pelayanan telekomunikasi dalam negeri serta menjadi agen tunggal Public Switched Telephone Network (PSTN). Perusahaan ini didirikan pada masa pemerintahan Belanda, Post Indonesische Bedrijvenwet. Setelah melalui proses evaluasi yang panjang, tahun 1991 PT. Telkom melakukan perubahan dari Perusahaan Umum (Perum) menjadi Perseroan Terbatas dengan otonomi perusahaan yang lebih besar dalam menentukan perkembangan organisasi. Pada saat ini perusahaan menyediakan beberapa pelayanan seperti telepon, pengoperasian satelit, teleks, telegram, VSAT, e-mail dan radio panggil.

Pada tahun 1995 kapasitas pemasangan menjangkau 4,8 juta sambungan telepon dengan penetrasi pasar dari 1,69 saluran tiap 100

penduduk. Perusahaan juga menanamkan modal pada beberapa perusahaan telekomunikasi swasta: 22,5% pada PT. Satelindo, provider pada saluran telepon seluler GSM, 35% pada PT. Komselindo, 25% pada PT. Likamsa, 45% pada PT. Ratelindo, 30,8% pada PNS, 10% pada PT. Telekomindo, 15% pada PT. Bangtelindo, serta 15% pada PT. Elnusa Yellow Pages. Pada akhir tahun 1995 melakukan kerjasama dengan menanamkan modal sebesar 20,17% pada PT. Metro Selular Nusantara, dan 25% pada PT. Mobile Selular Nusantara. Pada bulan Mei 1997 perusahaan meluncurkan produk baru Subscriber Identification Module (SIM) card atau yang lebih dikenal dengan sebutan SIMPATI yang digunakan untuk telepon seluler.

Sejak tanggal 14 November 1995, saham-saham PT. Telkom telah dimiliki oleh berbagai bangsa yang penjualannya terbesar melalui Bursa Efek Jakarta, Surabaya, New York dan London Stock Exchange, yang jumlah keseluruhannya kurang lebih 20 persen dari rincian sebagai berikut: di Indonesia, saham baru (portepel) sebanyak 933.333.000 atau 10 persen dan saham pemerintah sebanyak 233.334.000 atau 2,5 persen. Sedangkan di luar Indonesia saham pemerintah sebanyak 700.000.000 saham atau 7,5 persen.

BAB V

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Pada Bab ini akan dipaparkan mengenai pembahasan dan hasil penelitian. Bab ini akan dibagi menjadi uji asumsi model klasik, analisis koefisien determinasi regresi sederhana dan analisis regresi parsial.

Untuk mendapat jawaban dari apa yang dikemukakan pada hipotesis, yaitu transfer informasi harga berjalan satu arah dari *developed market* ke *emerging market*, dan respon pergerakan harga saham dari New York Stock Exchange ditransferkan ke Jakarta Stock Exchange adalah cepat, maka digunakanlah model regresi linier sederhana. Tujuan penggunaan regresi linier sederhana adalah untuk memprediksikan variabel bebas yang diduga berpengaruh terhadap variabel tidak bebas. Menurut Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998), analisis regresi dapat meramalkan nilai rerata populasi variabel dependen berdasarkan nilai tetap variabel independen.

Adapun model regresi yang digunakan adalah:

$$J_t^{co} = a_1 + b_1 \hat{NY}_{t-1}^{oc} + e_{7t} \quad (1')$$

$$J_t^{oc} = a_2 + b_2 NY_{t-1}^{oc} + e_{2t} \quad (2)$$

$$NY_t^{co} = a_3 + b_3 \hat{J}_t^{oc} + e_{8t} \quad (3')$$

$$NY_t^{oc} = a_4 + b_4 J_t^{oc} + e_{4t} \quad (4)$$

Setelah semua variabel dimasukkan, penyelesaian model regresi linier dilakukan dengan bantuan *software* program komputer SPSS for Windows.

Sebelum menganalisis hasil regresi perlu dilakukan pengujian atas beberapa asumsi-asumsi model klasik agar dapat memberikan hasil yang representatif dan dapat diterapkan.

5.1. Asumsi Model Klasik

Menurut Algifari (1997) suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *Best, Linearity, Unbiased, Estimated (BLUE)*. Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi, yang disebut dengan asumsi klasik, sebagai berikut :

1. Non Multikolinearitas. Artinya, antara variabel independen yang satu dengan independen yang lain dalam model regresi tidak saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna.
2. Homoskedastisitas. Artinya, varians variabel independen adalah konstan (sama) untuk setiap nilai tertentu variabel independen.
3. Non-Autokorelasi. Artinya, tidak terdapat pengaruh dari variabel dalam model melalui tenggang waktu (*time lag*). Misalnya, nilai suatu variabel saat ini akan berpengaruh terhadap nilai variabel pada masa yang akan datang. Menurut model klasik ini tidak mungkin terjadi.
4. Nilai rata-rata kesalahan (*error*) populasi pada model stokastiknya sama dengan nol.

5. Variabel independen adalah non stokastik (nilainya konstan pada setiap percobaan yang dilakukan secara berulang).
6. Distribusi kesalahan (*error*) adalah normal.

Kesalahan spesifik model dapat menyebabkan tidak terpenuhinya asumsi-asumsi di atas. Kesalahan spesifik model akan menyebabkan nilai residual menjadi tidak informatif dan estimasi parameter akan cenderung bias. Untuk menghindari masalah tersebut diperlukan pertimbangan yang mendalam untuk membuat suatu bentuk hubungan antara variabel dependen dan independen.

Teori-teori yang mendasari hubungan antar variabel dan hasil penelitian empirik terdahulu dapat dijadikan pertimbangan untuk meminimalkan kesalahan spesifik model (Wittink, 1988).

Dalam penelitian ini pelanggaran terhadap asumsi pertama, ke empat, ke lima dan ke enam tidak begitu kritis sehingga tidak akan diperhatikan. Hal ini disebabkan karena penyimpangan asumsi pertama, ke dua dan ke tiga sangat berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen, sedangkan yang lain sedikit atau bahkan tidak berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen (Algifari, 1997).

Sebagaimana disebutkan oleh Suwandi (1997) pelanggaran terhadap asumsi pertama dapat diabaikan karena model yang digunakan adalah regresi linier sederhana yang mempunyai satu variabel independen.

Pelanggaran asumsi ke empat dapat diabaikan karena hanya akan berpengaruh pada nilai intersep regresi yang dalam penelitian ini tidak dipertimbangkan.

Dalam penelitian yang menggunakan data sekunder, dimana peneliti tidak dapat mengontrol datanya maka asumsi terhadap variabel yang harus non stokastik (asumsi ke lima) tidak mutlak harus dipenuhi. Analisis regresi masih dapat dilakukan sepanjang masih dapat diberikan alasan, pembatasan dan persyaratan.

Asumsi normalitas (asumsi ke enam) tidak mutlak dianggap penting karena tujuannya adalah untuk menaksir koefisiennya saja. Estimator *Ordinary Least Square (OLS)* akan tetap *Best, Linarity, Unbiased, Estimator (BLUE)* baik distribusi kesalahan (*error*) tersebar secara normal maupun tidak. Dengan demikian hanya tinggal asumsi ke dua (asumsi homoskedastisitas) dan asumsi ke tiga (non-autokorelasi) yang akan diperhatikan dalam penelitian ini.

5.1.1. Diagnosis Heteroskedastisitas

Penyimpangan asumsi model klasik yang kedua adalah adanya heteroskedastisitas. Artinya, varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (estimator) yang diperoleh tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun dalam sampel besar, walaupun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya (tidak bias) dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Ini disebabkan oleh variansnya yang tidak minimum (tidak efisien).

Diagnosis terhadap kemungkinan adanya heteroskedastisitas dalam penelitian ini diuji dengan uji Box Ljung. Heteroskedastisitas biasanya diuji

dengan menggunakan uji Breusch-Pagan/Godfrey. Tetapi uji Q Box Pierce yang kemudian disempurnakan menjadi Q Box Ljung merupakan suatu alternatif walaupun hasilnya sama saja (Greene, 1993). Kamath, Chakornpipat dan Chatrath (1998) menggunakan Q Box Pierce statistik untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas pada return di Stock Exchange Thailand. Penelitian ini tidak menggunakan Q Box Pierce statistik karena Box Ljung statistik lebih kuat pada sampel kecil.

Uji Box Ljung dapat pula dipakai untuk menguji kestasioneran suatu data runtut waktu. Uji Box Ljung digunakan karena lebih kuat daripada uji Box Pierce pada sampel kecil (Ricky Harsono, 1999). Box Ljung statistik lebih dapat menjelaskan pada sampel terbatas daripada Box Pierce statistik (Greene, 1993). Periode lag yang digunakan dalam uji Box Ljung yang digunakan dalam penelitian ini adalah 16 periode lag yang termasuk dalam sampel kecil.

Seiler dan Rom (1997) menggunakan uji Box Ljung dengan 16 periode lag untuk menguji kestasioneran suatu data dengan $\alpha = 5\%$. Bila dalam 16 periode lag tersebut hanya terdapat maksimal 2 periode lag yang signifikan maka data tersebut dikatakan stasioner, sementara bila lebih dari dua yang signifikan maka data tersebut dikatakan tidak stasioner.

Tabel 5.1.

Uji Box Ljung

Keterangan	Box Ljung Statistik (16)	
	Q Statistik (16)	Prob.
TLKMCOJ	16,501	0,419
ISATOCJ	22,565	0,126
IHSGOC	24,067	0,088
TLKMOCN	7,460	0,963
ISATOCN	20,016	0,219
DJIAOC	14,941	0,529
PRETLKMJ	12,482	0,710
PREISATJ	17,746	0,339
TLKMNY	21,448	0,162
ISATNY	13,918	0,605
PRETLKMN	24,649	0,076
PREISATN	17,831	0,334
TLKMBEJ	6,658	0,979
ISATBEJ	24,740	0,075
TLKMN-1	10,037	0,865
ISATN_1	21,223	0,170
TLKMNYSE	13,170	0,660
ISATNYSE	15,031	0,522

Sumber : Bisnis Indonesia 1999, diolah.

Dari tabel di atas maka dapat disimpulkan bahwa semua data adalah bersifat stasioner karena jumlah Box Ljung statistik yang signifikan tidak lebih dari dua.

Tidak ada Q statistik yang signifikan pada $\alpha = 5\%$ menunjukkan tidak terdapat heteroskedastisitas dalam model regresi.

5.1.2. Diagnosis Autokorelasi

Penyimpangan model regresi klasik yang ke tiga adalah adanya autokorelasi dalam model regresi. Artinya, adanya korelasi antar anggota sampel yang diurutkan berdasarkan waktu. Penyimpangan asumsi ini biasanya muncul pada observasi yang menggunakan data *time series*.

Konsekuensi dari adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya autokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan melalui pengujian terhadap nilai Uji Durbin Watson (Uji D_w) dengan ketentuan sebagai berikut :

D_w	Kesimpulan
Kurang dari 1,10	Ada autokorelasi
1,10 dan 1,54	Tanpa kesimpulan
1,55 dan 2,46	Tidak ada autokorelasi
2,46 dan 2,90	Tanpa kesimpulan
Lebih dari 2,91	Ada autokorelasi

Sumber : Algifari, 1997.

Hasil pengujian autokorelasi diikhtisarkan pada Tabel 5.2.

Tabel 5.2.

Hasil Pengujian Autokorelasi

Persamaan	Saham	D_w	Kesimpulan
$J_t^{oc} = a_1 + b_1 NY_{t-1}^{oc} + e_{7t} \quad (1')$	TLKM	2,048	Tidak ada autokorelasi
	ISAT	1,959	Tidak ada autokorelasi
$J_t^{oc} = a_2 + b_2 NY_{t-1}^{oc} + e_{2t} \quad (2)$	TLKM	2,044	Tidak ada autokorelasi
	ISAT	1,941	Tidak ada autokorelasi
$NY_t^{oc} = a_3 + b_3 \hat{J}_t^{oc} + e_{8t} \quad (3')$	TLKM	2,418	Tidak ada autokorelasi
	ISAT	2,263	Tidak ada autokorelasi
$NY_t^{oc} = a_4 + b_4 J_t^{oc} + e_{4t} \quad (4)$	TLKM	2,418	Tidak ada autokorelasi
	ISAT	2.263	Tidak ada autokorelasi

Sumber :Bisnis Indonesia 1999, diolah.

Hasil pengujian autokorelasi pada Tabel 5.2. memperlihatkan bahwa nilai Uji D_w berada di daerah tidak ada autokorelasinya, sehingga dapat disimpulkan bahwa pada persamaan regresi tersebut tidak terdapat autokorelasi. Artinya, jika persamaan regresi yang diperoleh dipergunakan untuk mengestimasi (menaksir) nilai variabel Y, maka kesimpulan yang diperoleh sudah bebas dari adanya autokorelasi dalam persamaan regresi tersebut.

5.2. Analisis Koefisien Determinasi Regresi Sederhana

Koefisien determinasi (*R square* atau R^2) adalah salah satu nilai statistik yang dapat digunakan untuk mengetahui apakah ada pengaruh suatu variabel terhadap variabel lain. Nilai koefisien determinasi menunjukkan persentase variasi nilai variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh persamaan regresi yang dihasilkan. Besarnya koefisien determinasi adalah dari 0 sampai dengan 1. Semakin mendekati nol besarnya koefisien determinasi suatu persamaan regresi, maka semakin kecil pengaruh variabel independen terhadap nilai variabel dependen. Sebaliknya, semakin mendekati satu besarnya koefisien determinasi suatu persamaan regresi, maka semakin besar pula pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dalam perhitungan statistik, nilai koefisien determinasi yang digunakan adalah *adjusted* R^2 atau R^2 yang telah disesuaikan. *Adjusted* R^2 adalah salah satu indikator untuk mengetahui pengaruh penambahan suatu variabel bebas ke dalam persamaan regresi.

Tabel 5.3.

Koefisien Determinasi Regresi Sederhana

Persamaan	Saham	R ²
$J_t^{oc} = a_1 + b_1 \hat{NY}_{t-1}^{oc} + e_{7t} \quad (1')$	TLKM	0,001
	ISAT	0,006
$J_t^{oc} = a_2 + b_2 NY_{t-1}^{oc} + e_{2t} \quad (2)$	TLKM	0,001
	ISAT	0,004
$NY_t^{oc} = a_3 + b_3 \hat{J}_t^{oc} + e_{8t} \quad (3')$	TLKM	0,008
	ISAT	0,006
$NY_t^{oc} = a_4 + b_4 J_t^{oc} + e_{4t} \quad (4)$	TLKM	0,006
	ISAT	0,000

Sumber : Bisnis Indonesia 1999, diolah.

Pada Tabel 5.3. tampak bahwa *adjusted R²* semakin mendekati nol, maka semakin kecil pengaruh variabel independen terhadap nilai variabel dependen. Hal ini berarti bahwa variabel independen pada persamaan (1'), (2), (3') dan (4) mempunyai sedikit kemampuan untuk menjelaskan variabel dependennya. Sisanya dijelaskan oleh variabel lain selain variabel independen yang digunakan dalam penelitian.

Variabel lain yang dapat menjelaskan variabel return saham dalam tranfer informasi harga pada saham yang diperdagangkan *dual listing* adalah muatan (isi) dari informasi itu sendiri, yaitu muatan (isi) informasi mengenai ekspektasi pasar modal mengenai makna dan waktu penyajian informasi, implikasi dari informasi yang disajikan terhadap distribusi return di masa yang akan datang, dan kredibilitas sumber informasi tersebut baik dari

lingkungan ekonomi dan non ekonomi yang dipakai oleh pemodal dalam proses pembuatan keputusan, dimana informasi yang berasal dari lingkungan ekonomi terpilah menjadi dua yaitu informasi dari lingkungan mikro dan makro.

Informasi yang berasal dari lingkungan ekonomi mikro seperti kinerja perusahaan, perubahan strategi perusahaan (misalnya merger maupun divestasi), pengumuman laporan keuangan (seperti perkembangan penjualan, price earning ratio, total assets, debt equity ratio atau deviden payout ratio).

Informasi dari lingkungan ekonomi makro seperti perubahan suku bunga tabungan, deposito, kurs valuta asing, inflasi dan berbagai deregulasi ekonomi yang dikeluarkan oleh pemerintah.

Sedangkan informasi yang berasal dari lingkungan non ekonomi seperti masalah hak asasi manusia, kepedulian terhadap lingkungan hidup dan peristiwa politik seperti pemilihan umum, pergantian kepala negara dan kerusuhan politik.

5.3. Analisis Regresi Parsial

Tabel 5.4.

Respon Akibat Perubahan Intraday Return pada Suatu Bursa dengan Overnight Return pada Bursa Lain.

Saham	$J_t^{\infty} = a_1 + b_1 \hat{N}Y_{t-1}^{\infty} + e_{7t}$		$NY_t^{\infty} = a_3 + b_3 \hat{J}_t^{\infty} + e_{8t}$	
	a_1	b_1	a_3	b_3
TLKM	0,001078 (0,001)	0,699* (0,401)	- 0,0002990 (0,001)	1,289** (0,617)
ISAT	0,002711 (0,002)	2,092** (0,692)	- 0,0001611 (0,002)	1,628** (0,351)

Sumber : *Bisnis Indonesia 1999, diolah.*

** Signifikan pada level 5%

* Signifikan pada level 10%

Tabel 5.4. menampilkan hasil dari kedua estimasi regresi pada persamaan (1') dan (3'), yaitu mengenai respon akibat perubahan intraday return ISAT dan TLKM pada suatu bursa dengan overnight return mereka pada bursa yang lain. Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa konstanta model regresi pada persamaan (1') untuk saham TLKM adalah sebesar 0,001078 kali. Angka ini menunjukkan apabila tidak terdapat variabel independen yaitu $\hat{N}Y_{t-1}^{\infty}$ atau dengan kata lain jika variabel independen tersebut sama dengan nol, maka akan menggambarkan besarnya angka rata-rata J_t^{∞} (JSX overnight return pada day t) untuk saham TLKM adalah sebesar 0,001078. Begitu pula untuk saham ISAT yang memiliki konstanta 0,002711 kali, dimana angka ini menunjukkan apabila tidak terdapat variabel independen dalam persamaan regresinya atau variabel independennya sama dengan nol, maka akan

menggambarkan besarnya angka rata-rata J_t^{∞} untuk saham ISAT sebesar 0,002711.

Koefisien regresi dari variabel independen pada persamaan (1'), yaitu \hat{NY}_{t-1}^{∞} (prediksi NYSE intraday return pada day t-1), untuk saham TLKM adalah sebesar 0,699 dan ISAT sebesar 2,092. Hal ini berarti apabila \hat{NY}_{t-1}^{∞} naik sebesar 1% untuk saham TLKM, maka J_t^{∞} akan mengalami kenaikan sebesar 0,699%. Sedangkan untuk saham ISAT, apabila \hat{NY}_{t-1}^{∞} naik sebesar 1% maka J_t^{∞} akan mengalami kenaikan sebesar 2,092%.

Berdasarkan hasil penelitian pada persamaan (1') diperoleh hubungan variabel \hat{NY}_{t-1}^{∞} dengan J_t^{∞} adalah positif, yang ditunjukkan dengan koefisien slope saham TLKM dan ISAT yang positif. Disamping itu diketahui pula bahwa variabel independen secara parsial berpengaruh secara signifikan (nyata) terhadap J_t^{∞} , dimana setelah dilakukan uji t diketahui bahwa secara parsial variabel \hat{NY}_{t-1}^{∞} berpengaruh penting (signifikan) pada level 5% untuk saham ISAT dan 10% untuk saham TLKM. Dengan demikian hasil ini menunjukkan bahwa JSX overnight return merespon perubahan di NYSE intraday return pada pembukaan hari perdagangan berikutnya.

Pada persamaan (3') konstanta model regresi untuk saham TLKM diketahui sebesar -0,0002990 kali dan untuk saham ISAT -0,0001611. Angka ini menunjukkan bahwa apabila tidak terdapat variabel independen, yaitu J_t^{∞} , atau dengan kata lain jika variabel tersebut sama dengan nol, maka akan menggambarkan besarnya angka rata-rata NY_t^{∞} (NYSE

overnight return pada day t) untuk saham TLKM adalah sebesar $-0,0002990$ atau untuk saham ISAT sebesar $-0,0001611$.

Konstanta pada persamaan (3') negatif disebabkan oleh variabel lain yang mempunyai pengaruh sangat besar terhadap return saham dari Jakarta Stock Exchange ke New York Stock Exchange. Variabel lain tersebut adalah peristiwa politik yang tidak dapat dipisahkan begitu saja dari aktivitas bursa. Menurut Marwan Asri dan Arifin (1998), peristiwa politik berkaitan erat dengan stabilitas perekonomian suatu negara. Stabilitasnya kondisi politik mempunyai implikasi rendahnya resiko yang mungkin ditimbulkan oleh peristiwa politik. Keadaan ini tentunya menjadi pertimbangan pemodal untuk melakukan investasi. Peristiwa politik yang cenderung mengganggu stabilitas suatu pemerintahan seperti: kudeta, pergantian rezim, pemilihan presiden dan kerusuhan cenderung direspon negatif oleh pelaku pasar, dan kondisi politik Indonesia pada tahun 1999 cenderung mengganggu kestabilan perekonomian Indonesia, sehingga kinerja ekonomi negara Indonesia menurun.

Angka koefisien regresi variabel independen pada persamaan (3') ini adalah sebesar 1,289 untuk saham TLKM dan 1,628 untuk saham ISAT. Hal ini berarti apabila \hat{J}_t^{∞} (prediksi JSX intraday return pada day t) naik sebesar 1% untuk saham TLKM, maka NY_t^{∞} akan mengalami kenaikan sebesar 1,289% dan 1,628% untuk saham ISAT.

Pada hasil penelitian diketahui hubungan variabel \hat{J}_t^{∞} dan NY_t^{∞} adalah positif yang ditunjukkan oleh koefisien slope saham TLKM dan ISAT

yang positif, dan variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap NY_t^{co} pada level 5%.

Dengan demikian hasil persamaan (3'), yaitu akibat perubahan JSX intraday return pada hari yang sama dengan NYSE overnight return, menunjukkan hasil bahwa NYSE overnight return merespon dengan cepat perubahan di JSX intraday return. Bahkan tingkat signifikansi akibat perubahan JSX intraday return ke NYSE overnight return lebih kuat, jika dibandingkan akibat perubahan NYSE intraday return ke JSX overnight return. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Neumark, Tinsley dan Tonsini (1991) mengenai saham *dual listing* di bursa domestik dan asing, yang menyebutkan bahwa reaksi bursa asing terhadap perubahan harga domestik lebih cepat daripada reaksi bursa domestik terhadap perubahan bursa asing. Begitu pula penemuan Chowdhry dan Nanda (1991) yang menyatakan bahwa perubahan harga saham di bursa domestik mempunyai pengaruh yang kuat pada harga di bursa asing.

Hasil penelitian ini berbeda dengan peneliti-peneliti terdahulu tentang hubungan bursa internasional, sebagian besar para peneliti menggunakan indeks return (Chan, et. al., 1992; dan Cheung dan Mak, 1992), menyatakan bahwa developed market (lebih-lebih bursa US) secara dominan memimpin bursa-bursa negara lain. Hubungan transfer bilateral pada penelitian ini menggunakan return saham *dual listing*, menyatakan bahwa return saham pada *emerging market* dapat mempengaruhi return penyesuaian di *developed market*. Hal ini dapat terjadi karena PT. Indonesian Satellite Corporation, Tbk. (INDOSAT) dan PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk.

(TLKM) berada di Indonesia, dan situasi politik dan keamanan di Indonesia pada tahun 1999 sedang memanas seperti kerusuhan di berbagai daerah, pemilihan presiden dan wakil presiden, sehingga bila ada informasi mengenai kedua perusahaan tersebut pemodal akan meresponnya. Jones (1996) menyatakan informasi akan merubah keyakinan para pemodal yang dapat dilihat dari respon pasar. Respon pasar dapat dilihat dari reaksi volume perdagangan saham, reaksi harga saham, dan reaksi tingkat keuntungan (return) saham. Selain itu isi informasi mempunyai pengaruh yang besar pada harga saham, menurut Beaver (1986) isi informasi dapat merubah harapan pemodal tentang suatu perusahaan, yang akan dicerminkan dalam harga saham dan volume perdagangan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penemuan Lau dan Diltz (1994) bahwa transfer informasi harga berjalan dua arah antara New York dan Tokyo. Begitu pula dengan penemuan Bae, et. al., (1999) yang menyatakan transfer informasi harga berjalan dua arah antara Hong Kong dan London.

Tabel 5.5.

Hambatan Akibat Perubahan Intraday Return pada Suatu Bursa Terhadap Intraday Return di Bursa Lain

Saham	$J_t^{\infty} = a_2 + b_2 NY_{t-1}^{\infty} + e_{2t}$		$NY_t^{\infty} = a_4 + b_4 J_t^{\infty} + e_{4t}$	
	a_2	b_2	a_4	b_4
TLKM	0,0006636 (0,001)	0,02440* (0,012)	0,0006351 (0,001)	0,09068** (0,034)
ISAT	0,006502 (0,001)	0,04915** (0,021)	0,0009700 (0,001)	0,02566* (0,014)

Sumber : *Bisnis Indonesia* 1999, diolah.

** Signifikan pada level 5%

* Signifikan pada level 10%

Pada tabel 5.5. disajikan hasil-hasil estimasi regresi untuk persamaan (2) dan (4), mengenai hambatan akibat perubahan-perubahan intraday return ISAT dan TLKM dalam satu bursa pada intraday return dalam bursa yang lain. Berdasarkan hasil penelitian diketahui besarnya angka konstanta pada persamaan (2) untuk saham TLKM adalah sebesar 0,0006636 kali. Angka ini menunjukkan apabila tidak terdapat variabel independen dalam persamaan regresinya atau jika variabel independen tersebut sama dengan nol, maka akan menggambarkan besarnya angka rata-rata J_t^∞ (JSX intraday return pada day t) untuk saham TLKM sebesar 0,0006636. Begitu pula dengan saham ISAT yang memiliki konstanta 0,006502 kali, dimana angka ini menunjukkan apabila tidak terdapat variabel independen dalam persamaan regresinya atau variabel independennya sama dengan nol, maka akan menggambarkan besarnya angka rata-rata J_t^∞ untuk saham ISAT sebesar 0,006502.

Koefisien regresi variabel independen untuk saham TLKM adalah sebesar 0,02440 dan 0,04915 untuk saham ISAT. Hal ini berarti apabila variabel independen, yaitu NY_{t-1}^∞ (NYSE intraday return pada day t-1), naik sebesar 1% untuk saham TLKM maka J_t^∞ akan mengalami kenaikan sebesar 0,02440. Sedangkan untuk saham ISAT, apabila NY_{t-1}^∞ naik sebesar 1% maka J_t^∞ akan mengalami kenaikan sebesar 0,04915.

Berdasarkan hasil penelitian persamaan (2) diperoleh hubungan variabel NY_{t-1}^∞ dengan J_t^∞ adalah positif, dan kedua koefisien slopenya signifikan pada level 5% dan 10%. Dengan demikian hasil estimasi persamaan (2) mengenai hambatan dari perubahan NYSE intraday return

terhadap JSX intraday return, menunjukkan hasil bahwa terjadi hambatan transfer informasi harga dari NYSE ke JSX, yang mana sebagian transfer informasi harga tidak dilengkapi pada waktu perdagangan pertama hari tersebut di JSX, dan banyak informasi yang tetap diproses selama jam-jam perdagangan tersebut.

Konstanta model regresi untuk persamaan (4) untuk saham TLKM dan ISAT masing-masing adalah sebesar 0,0006351 dan 0,0009700. Angka ini menunjukkan bahwa apabila tidak terdapat variabel independen, yaitu J_t^{∞} (JSX intraday return pada hari t), atau dengan kata lain jika variabel tersebut sama dengan nol, maka akan menggambarkan besarnya angka rata-rata NY_t^{∞} untuk saham TLKM adalah sebesar 0,0006351 dan 0,0009700 untuk saham ISAT.

Angka koefisien regresi variabel independen pada persamaan (4) ini adalah sebesar 0,09068 untuk saham TLKM dan 0,02566 untuk saham ISAT. Hal ini berarti apabila J_t^{∞} naik sebesar 1% untuk saham TLKM, maka NY_t^{∞} akan mengalami kenaikan sebesar 0,09068% dan 0,02566 untuk saham ISAT.

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa hubungan variabel J_t^{∞} dan NY_t^{∞} adalah positif yang ditunjukkan oleh koefisien slope saham TLKM dan ISAT yang positif. Selain itu variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap NY_t^{∞} pada level 5% dan 10%.

Dengan demikian hasil persamaan (4) yaitu hambatan dari perubahan NYSE intraday return pada hari yang sama dengan JSX intraday

return, menunjukkan hasil bahwa terjadi hambatan transfer informasi harga dari JSX ke NYSE bahkan setelah jam perdagangan di JSX telah berakhir.

Terjadinya hambatan transfer informasi harga antara JSX dan NYSE, begitu pula sebaliknya (persamaan (2) dan (4)) disebabkan oleh beberapa hal sebagai berikut;

1. Kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*), dimana kualitas informasi berkaitan erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tersebut (*information of content*). Padahal ada tiga faktor yang mempengaruhi muatan informasi yaitu ekspektasi pasar modal mengenai makna dan waktu penyajian informasi, implikasi dari informasi yang disajikan terhadap distribusi return di masa yang akan datang, dan yang ketiga adalah kredibilitas sumber informasi ekonomi dan non ekonomi yang dipakai pemodal dalam proses pembuatan keputusan.

Dari muatan informasi tersebut dapat dilihat relevan tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal.

2. Distribusi informasi kepada pemodal yang kurang lancar, dimana distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan (*accessibility*) informasi dan biaya yang murah untuk memperoleh informasi tersebut. Beberapa penjelasan yang mendasari distribusi informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris :
 - a) Informasi privat disebarkan ke publik secara resmi melalui pengumuman oleh perusahaan emiten. Proses penyebaran informasi

tidak simetris menjadi informasi yang simetris dengan cara ini akan terjadi dengan cepat.

- b) Pemodal yang memiliki informasi privat akan menggunakannya dan setelah itu mereka akan bersedia untuk menjualnya. Nilai dari informasi ini akan semakin rendah mendekati nol dengan semakin banyaknya pemodal lainnya menggunakan informasi tersebut dan berusaha menjualnya kembali. Nilai informasi ini akhirnya akan sama dengan nol karena informasi ini sudah digunakan sepenuhnya dan sudah tidak bernilai lagi untuk dijual. Pada kondisi ini berarti semua pemodal akan mendapatkan informasi yang sama atau tidak terjadi informasi asimetrik. Proses penyebaran informasi tidak simetris menjadi informasi yang simetris dengan cara ini mungkin akan terjadi lebih lambat dibandingkan jika perusahaan emiten mendistribusikan informasi dengan cara mengumumkannya seperti pada penjelasan pertama.
- c) Pemodal yang mendapat informasi secara privat akan melakukan tindakan yang spekulatif (*speculative behavior*). Pemodal yang mempunyai informasi privat akan mempunyai intensip untuk bertransaksi menggunakannya sampai dicapai harga informasi penuh (*full-information price*). Untuk kasus ini, informasi asimetrik terjadi karena pemilik informasi privat sudah menggunakan informasi tersebut secara penuh.
- d) Pemodal yang tidak mempunyai informasi privat akan mendapatkan informasi tersebut dengan mengamati lewat perubahan harga yang

terjadi, keadaan tersebut disebut dengan teori ekspektasi rasional (*rational expectation theory*). Pemodal yang tidak mempunyai informasi tersebut akan melakukan transaksi dengan mengikuti transaksi yang dilakukan oleh pemodal yang mempunyai informasi dengan cara mengamati perubahan dari harga yang terjadi. Perubahan dari harga yang terjadi adalah karena refleksi dari informasi yang dimiliki oleh pemodal yang mempunyai informasi privat. Dalam hal ini, informasi simetrik terjadi karena semua informasi privat sudah diserap oleh pasar lewat pengamatan harga yang terjadi akibat informasi privat tersebut.

3. Masalah atas harga pembukaan yang lemah dalam memperhitungkan intraday return. Bahwa harga pembukaan lemah adalah sangat mungkin jika akibat dari kebocoran informasi yang menghambat diperoleh melalui informasi yang telah disatukan dengan harga perdagangan berikutnya, mengikuti pembukaannya. Untuk meminimalkan akibat dari harga yang lemah, kita dapat mencegah harga perdagangan yang ada (berlaku) setelah pembukaan resmi sebagai harga pembukaan di dalam memperhitungkan intraday return.

Hasil selanjutnya diperoleh dengan membandingkan hasil-hasil estimasi dari New York ke Jakarta dengan dari Jakarta ke New York. Pertama, koefisien yang diestimasi pada umumnya lebih besar dari Jakarta ke New York daripada New York ke Jakarta. Hal ini menunjukkan arus informasi dari JSX ke NYSE mempunyai dampak yang lebih penting daripada arah sebaliknya. Kedua, perbandingan estimasi parameter di Tabel

5.4. dan 5.5. memperlihatkan bahwa overnight return kedua pasar responnya lebih tinggi terhadap intraday return sebelumnya di lain pasar. Meskipun demikian, intraday return pada kedua pasar secara relatif kurang responsif terhadap intraday sebelumnya di lain pasar, meskipun dampaknya penting secara statistik.

5.4. Implikasi Hasil Penelitian

Hasil penelitian menunjukkan bahwa Jakarta Stock Exchange mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap New York Stock Exchange, dan sebaliknya New York Stock Exchange mempunyai pengaruh yang lemah pada Jakarta Stock Exchange. Oleh karena itu, sebelum mengambil keputusan untuk melakukan investasi pada saham *dual listing* pemodal hendaknya memperhatikan informasi-informasi yang mempengaruhi harga saham *dual listing* dan memantau pergerakan harga di bursa. Informasi-informasi yang mempengaruhi harga saham adalah informasi lingkungan ekonomi (makro dan mikro) dan non ekonomi. Informasi yang berasal dari lingkungan ekonomi mikro seperti kinerja perusahaan, perubahan strategi perusahaan (misalnya kebijakan merger maupun divestasi), pengumuman laporan keuangan (seperti perkembangan penjualan, price earning ratio, total assets, debt equity ratio atau payout ratio).

Sedangkan informasi dari lingkungan ekonomi makro seperti perubahan suku bunga tabungan dan deposito, kurs valuta asing, inflasi dan berbagai deregulasi ekonomi yang dikeluarkan pemerintah. Informasi yang berasal dari lingkungan non ekonomi yang mana tidak dapat dipisahkan dari

aktivitas bursa saham seperti informasi mengenai kepedulian terhadap lingkungan hidup, hak asasi manusia, dan peristiwa politik. Setelah pemodal menganalisis situasi saat ini dengan memantau pergerakan harga saham *dual listing* di bursa baik fluktuasi harian, mingguan, maupun bulanan; melakukan prosedur perhitungan memilih saham *dual listing* dan menentukan saham *dual listing* optimal; merencanakan investasi pada saham *dual listing* optimal; mengimplikasikan strategi investasi pada saham *dual listing* optimal dengan strategi tahan, jual dan beli.

BAB VI

KESIMPULAN DAN SARAN

6.1. Kesimpulan

Setelah melakukan analisis terhadap hasil penelitian yang telah dijelaskan pada bab V, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai jawaban permasalahan dan sekaligus merupakan tujuan yang berhasil dicapai. Beberapa kesimpulan tersebut adalah:

1. Jakarta Stock Exchange overnight return merespon secara signifikan perubahan-perubahan di New York Stock Exchange intraday return, tetapi proses transfer tidak selengkap pada pembukaan di Jakarta Stock Exchange, sebab terjadi hambatan transfer informasi harga dari New York Stock Exchange ke Jakarta Stock Exchange sehingga informasi menjadi tidak simetris.
2. New York Stock Exchange overnight return merespon secara signifikan perubahan-perubahan di Jakarta Stock Exchange intraday return, tetapi proses transfer juga tidak selengkap pada pembukaan di New York Stock Exchange.
3. Dampak lebih kuat bergerak dari Jakarta Stock Exchange ke New York Stock Exchange, yang berarti return saham *emerging market* dapat mempengaruhi return penyesuaian di *developed market*. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian , Bae et. al., (1992) yang menyatakan bahwa *emerging market* mempunyai pengaruh pada *developed market*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa transfer informasi harga terjadi secara cepat pada keduanya dan terus berlangsung pada seluruh hari perdagangan dalam dua arah.

Hasil penelitian mengenai akibat perubahan intraday return pada suatu bursa terhadap intraday return di bursa lain tidak sesuai dengan harapan pemodal di pasar efisien, yang disebabkan adanya hambatan transfer informasi harga. Terjadinya hambatan transfer informasi harga antara JSX dan NYSE, begitu pula sebaliknya disebabkan oleh 1) kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*), dimana kualitas informasi berkaitan erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tersebut (*information of content*), 2) distribusi informasi kepada pemodal yang kurang lancar, dimana distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan (*accessibility*) informasi dan biaya yang murah untuk memperoleh informasi tersebut, 3) harga pembukaan dalam perhitungan intraday return yang lemah. Harga pembukaan yang lemah adalah sangat mungkin bila akibat dari kebocoran informasi yang menghambat diperoleh melalui informasi yang telah disatukan dengan harga perdagangan berikutnya, mengikuti pembukaannya. Untuk meminimalkan akibat dari harga yang lemah, dapat dilakukan dengan mencegah harga perdagangan yang ada (berlaku) setelah pembukaan resmi sebagai harga pembukaan di dalam memperhitungkan intraday return.

6.2. Saran

1. Untuk penelitian lebih lanjut disarankan menggunakan data dengan jangka waktu yang lebih panjang sehingga keakuratan pengujian dapat ditingkatkan, dan sebaiknya tidak menggunakan *Ordinary Least Square (OLS)* tetapi *Autoregression Moving Average/ARIMA model*.
2. Saham-saham *dual listing* yang belum diteliti dapat diteliti agar diperoleh gambaran transfer informasi harga saham secara menyeluruh.
3. Bagi pemodal yang akan menanamkan dananya pada emiten yang melakukan *dual listing* hendaknya memperhatikan informasi yang tersedia, seperti informasi ekonomi umum suatu negara dimana saham tersebut *listing*.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad Jamli. 1988. *Ekonomi Internasional*, Edisi Pertama, BPFE, Yogya.
- Alexander, G.J., C.S. Eun dan S. Janakiraman. 1988. "International Listings and Stock Returns: Some Empirical Evidence." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 23. No. 2. h. 839-55.
- Algifari. 1997. *Analisis Regresi Teori, Kasus dan Solusi*. BPFE. Yogyakarta.
- Ang, Robbert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Edisi Pertama. Mediasoft Indonesia.
- Bae, K.H., Cha, B. dan Cheung, Y.L. 1999. "The Transmission of Pricing Information of Dually-Listed Stock." *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 26. No. 5. h. 709-21.
- Beaver, W.H. 1986. "The Information Content of Annual Earning Announcement". *Journal of Accounting Research*. Spring. h. 40-56.
- , 1989. *Financial Reporting An Accounting Revolution*." Prentice-Hall International. New Jersey.
- Becker, K., J. Finnerty dan M. Gupta. 1990. "The Intertemporal Relation Between the U.S. and Japanese Stock Markets." *Journal of Finance*. Vol. 45. No.4. h. 1297-306.
- Biddle, G. dan S. Saudagaran. 1989. "The Effects of Financial Disclosure Levels on Firms Choices Among Altenative Foreign Stock Echange Listings." *Journal of International Financial Management and Accounting* . Vol. 1. No. 1. h. 55-87.
- Budi Prasetyo. 1996. 'Studi Kasus Go Public Internasional (Pengalaman Indosat)." *Pengembangan Perbankan*. Juli-Agustus.
- Chan, K.C., B.E. Cup dan M.S. Pan. 1992. "An Empirical Analysis of Stock Prices in Major Asian Markets and the United States." *The Financial Review*. Vol. 27. h. 289-307.
- Cheung, Y.L. dan C.K. Shum. 1995. "International Stock Exchange Listing and the Reduction of Political Risk." *Managerial and Decision Economics*. Vol. 16. h.537-46.

- dan S.C. Mak. 1992. "The International Transmission of Stock Market Fluctuation Between the Developed Markets and the Asian-Pacific Markets." *Applied Financial Economics*. Vol. 2. h. 43-7.
- Chowdhry, B. dan V. Nanda. 1991. "Multimarket Trading and Market Liquidity". *Review of Financial Studies*. Vol. 4. h. 483-512.
- Dornbuch, Rudiger dan Fisher. 1989. *Makro Ekonomi*, Edisi Keempat. Diterjemahkan oleh Julius A Mulyadi. Erlangga. Jakarta.
- Eduardus Tandelilin. 1999. "Gain from International Diversification and Domestic Portfolio in Emerging Markets: Philippine and Indonesian Perspectives." *Gadjah Mada International Journal of Business*. Vol. 1. h. 63-84.
- Errunza, V.R. 1998. "Emerging Capital Market: Some New Concepts." *The Journal of Portfolio Management*. Spring. h. 82-87.
- Eun, C.S. dan S. Shim. 1989. "International Transmission of Stock Market Movements." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 24. No. 2. h. 241-56.
- Farid Harianto dan Sudomo, S. 1998. *Perangkat dan Teknik Analisa Investasi di Pasar Modal Indonesia*. PT. Bursa Efek Jakarta. Jakarta.
- Foster, George. 1986. *Financial Statement Analysis*. 2nd ed. Prentice-Hall. New Jersey.
- Foster, F. dan S. Viswanathan. 1993. "Variations in Trading Volume, Return Volatility and Trading Costs: Evidence on Recent Price Formation Models." *The Journal of Finance*. Vol. 45. h. 187-211.
- Greene, William H. 1997. *Econometric Analysis*. Mac Millan Publising Company. New York.
- Hamao, Y., R. Masulis dan V. Ng. 1990. "Correlations in Price Changes and Volatility Across International Stock Markets." *Review of Financial Studies*. Vol. 3. No. 2. h. 281-308.
- Herman Legowo dan Mas'ud Machfoedz. 1998. "Efisiensi Pasar Modal Perbandingan Dua Periode yang Berbeda dalam Pasar Modal Indonesia." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 13, No. 2, h. 78-90.
- Howe, J. dan K. Kelm. 1987. "The Stock Price Impact of Overseas Listings." *Financial Management*. Vol. 16. h. 51-56.

- Jones, Charles P. 1996. *Investments Analysis and Management*. Fifth Edition. John Wiley & Sons Inc., New York. h. 269-272.
- Kamath, Ravidra R., Rinjai, Chakornpipat dan Arjun, Chatrath. 1989. "Return Distributions and The Day of The Weeks Effects in Stock Exchange of Thailand". *Journal of Economics and Finance*. Vol. 22. No. 2-3.
- Koch, P.D. dan T.W. Koch. 1991. "Evolution in Dynamic Linkages Across Daily National Stock Indexes." *Journal of International Money and Finance*. Vol. 10. h. 231-51.
- Lau, S.T. dan J.D. Diltz. 1994. "Stock Returns and the Transfer of Information Between the New York and Tokyo Stock Exchange." *Journal of International Money and Finance*. Vol. 13. No. 2. h. 211-22.
- Lee, I. 1991. "The Impact of Overseas Listing on Shareholder Wealth: The Case of the London and Toronto Stock Exchange." *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 18. No. 4. h. 583-92.
- Marston, Felicia. 1996. "Differences in Information and Common Stock Returns: Estimation Risk or Unequal Distribution of Information ?." *The Financial Review*. November. h. 831-857.
- Marwan Asri dan Arief Setiawan. 1997. "Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik Dalam Negeri (*Event study* pada Peristiwa 27 Juli 1996)." *KELOLA Universitas Gadjah Mada*. Vol.7. No. 18. MMUGM. Yogyakarta.
- Neumark, D., P.A. Tinsley dan S.S. Tonsini. 1991. "After-hours Stock Prices and Post-crash Hangovers". *Journal of Finance*. Vol. 46. h. 159-78.
- Nopirin. 1988. *Ekonomi Moneter*. BPFE. Yogya.
- Ricky Harsono. 1999. Gerakan Indeks Harga Saham Gabungan dan LQ 45. *Makalah Seminar*. Universitas Diponegoro Semarang.
- Santosa, P. 1996. "Strategi PT. Telkom Pasca Go Internasional." *KELOLA Universitas Gadjah Mada*. Vol. 5. No. 13. MMUGM. Yogyakarta. h. 48-61.
- Saudagaran, S.M. 1988. "An Empirical Study of Selected Factors Influencing the Decision to List on Foreign Stock Exchange". *Journal of International Business Studies*. Vol. 19. h. 101-27.
- Sharpe, William. F. 1999. *Investasi*. Jilid 1. Alih Bahasa: Henry Njooliangtik dan Agustiono. Prenhallindo. Jakarta.

- Sri Yulianti dan Handoyo Prasetyo. 1998. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Internasional*. Andi Offset. Yogyakarta.
- Suad Husnan. 1998. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi 3. UPP ANP YKPN. Yogyakarta.
- Suwandi. 1997. Analisis Hubungan Perubahan Harga Saham dengan Suku Bunga dan Nilai Tukar Mata Uang. *Laporan Interenship*. Program Studi MM UGM. Yogyakarta.
- Weston, F. dan Copeland, E. 1992. *Manajemen Keuangan*. Binarupa Aksara. Jakarta.
- Wittink, Dick R. *The Application of Regression Analysis*. 1988. Allyn and Bacon, Inc. Massachusetts.